

Listopad 2019 r.

Raport o inflacji



Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego (NBP). Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji i PKB stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 21 października 2019 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
Ramka: Osłabienie wymiany handlowej na świecie	12
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	16
1.3 Światowe rynki surowców	17
1.4 Polityka pieniężna za granicą	19
1.5 Światowe rynki finansowe	20
2. Gospodarka krajowa	23
2.1 Ceny dóbr i usług	23
2.2 Popyt i produkcja	25
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	32
2.4 Rynek pracy	33
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	35
2.6 Pieniądz i kredyt	38
2.7 Bilans płatniczy	40
3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2019 r.	43
4. Projekcja inflacji i PKB	55
4.1 Synteza	56
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	57
4.3 Gospodarka polska w latach 2019-2021	61
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	72
4.5 Źródła niepewności projekcji	75
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie połowa maja – wrzesień 2019 r.	81

Synteza

Dynamika PKB w wielu gospodarkach na świecie pozostaje relatywnie niska, a perspektywy globalnej koniunktury pogorszyły się w ostatnich miesiącach. Osłabienie dynamiki globalnego popytu, w szczególności inwestycyjnego, znajduje odzwierciedlenie w spowolnieniu handlu światowego, co wraz z podwyższoną niepewnością dotyczącą perspektyw globalnej koniunktury przyczynia się do obniżonej aktywności w sektorze przemysłowym. Natomiast koniunktura w usługach pozostaje relatywnie dobra, choć napływające w ostatnim okresie dane wskazują na jej możliwe pogorszenie w kolejnych miesiącach.

Inflacja w gospodarce światowej pozostaje umiarkowana. Po lekkim wzroście w I połowie br. wynikającym w znacznej mierze z czynników podażowych podwyższających dynamikę cen żywności, w III kw. inflacja – w ślad za spadkiem cen energii – obniżyła się. Jednocześnie dynamika cen pozostaje wyraźnie zróżnicowana między gospodarkami, przy czym jest wyraźnie wyższa w gospodarkach wschodzących niż w rozwiniętych.

W warunkach utrzymującej się relatywnie niskiej dynamiki PKB w wielu gospodarkach i dalszego pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie w ostatnich miesiącach główne banki centralne luzowały swoją politykę pieniężną. Europejski Bank Centralny (EBC) we wrześniu 2019 r. obniżył stopę depozytową do poziomu -0,50%. Ponadto EBC zmienił *forward guidance*, wskazując, że stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym lub niższym poziomie do czasu, gdy prognozy inflacji nie będą wskazywać na jej wyraźny powrót do poziomu docelowego EBC. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych na posiedzeniach w lipcu i wrześniu br. obniżyła stopy procentowe, każdorazowo o 25 pb (przedział dla stopy fed funds wynosi obecnie 1,75-2,00%).

Wobec pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych i luzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne rentowności obligacji gospodarek rozwiniętych obniżyły się w ostatnich miesiącach, a gospodarek wschodzących nieco wzrosły.

W Polsce dynamika cen konsumpcyjnych – po wzroście w poprzednich miesiącach – we wrześniu obniżyła się (do 2,6% r/r). W kierunku wyższej inflacji oddziałuje głównie wcześniejszy istotny wzrost cen żywności nieprzetworzonej związany ze spadkiem podaży niektórych produktów rolnych oraz mięsa. Towarzyszy mu następujący w warunkach rosnącego popytu konsumpcyjnego wzrost dynamiki cen usług, który przekłada się na stopniowy wzrost inflacji bazowej. Natomiast ograniczająco na dynamikę CPI wpływają niższe niż przed rokiem ceny energii.

W ślad za pogorszeniem koniunktury w gospodarce światowej roczne tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w ostatnich kwartałach obniżyło się, utrzymując się jednak na relatywnie wysokim poziomie (w II kw. 2019 r. dynamika PKB wyniosła 4,5% r/r). Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, który jest w dalszym ciągu wspierany przez korzystną sytuację pracowników na rynku pracy, w tym systematyczny wzrost zatrudnienia i płac, oraz bardzo dobre nastroje konsumentów i rosnący kredyt konsumpcyjny. Ważnym czynnikiem wzrostu PKB są również rosnące inwestycje, zwłaszcza przedsiębiorstw, czemu sprzyja utrzymywanie się silnego popytu krajowego w warunkach

wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych. Z kolei wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w II kw. br. zbliżony do zera. Dynamika obrotów w handlu zagranicznym obniżyła się, przy czym wzrost eksportu spowolnił mocniej niż importu, co było związane z dalszym pogorszeniem koniunktury na świecie, w tym w najbliższym otoczeniu gospodarczym Polski.

Bieżąca sytuacja finansów publicznych pozostaje bardzo dobra. W I półroczu 2019 r. sektor odnotował nadwyżkę, która była większa niż w tym samym okresie ub.r. (0,6% wobec 0,4% PKB całorocznego w ujęciu ESA2010).

Korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia. Jednocześnie jego dynamika obniża się, co jest związane zarówno z pewnym osłabieniem popytu na pracę, jak i z ograniczeniami po stronie podaży pracy. Jednocześnie stopa bezrobocia nadal się obniża. W efekcie pozycja pracowników w negocjacjach płacowych pozostaje silna, a dynamika wynagrodzeń nominalnych w gospodarce utrzymuje się na stabilnym i relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie wobec wyraźnego wzrostu wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy jest nadal umiarkowana.

W warunkach łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne na świecie oraz spadku rentowności obligacji gospodarek rozwiniętych rentowności 10-letnich polskich obligacji skarbowych obniżyły się do najniższego poziomu w historii. Natomiast na polskiej giełdzie papierów wartościowych utrzymywała się w ostatnich miesiącach podwyższona zmienność cen akcji, które w I połowie października br. kształtowały się na poziomie nieco niższym od notowanego w czerwcu. Kurs złotego wobec głównych walut – po nieznacznym osłabieniu w sierpniu i wrześniu br. – w październiku powrócił do poziomów notowanych w I połowie roku.

W III kw. br. dynamika szerokiego pieniądza w gospodarce spowolniła, do czego przyczynił się wolniejszy przyrost depozytów gospodarstw domowych. Zwiększenie się stanu szerokiego pieniądza w III kw. wynikało nadal głównie ze wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego. Od kilku kwartałów dynamika kredytu dla sektora niefinansowego pozostaje zbliżona do dynamiki nominalnego PKB. Jednocześnie dynamika kredytów dla gospodarstw domowych ponownie nieco się zwiększyła, na co złożyło się przyspieszenie wzrostu kredytów mieszkaniowych i utrzymanie wysokiej dynamiki kredytów konsumpcyjnych.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki. W II kw. br. zarówno saldo na rachunku obrotów bieżących, jak i na rachunku kapitałowym było dodatnie i wyższe niż przed rokiem. W ostatnich kilku kwartałach obniżało się zadłużenie zagraniczne Polski w relacji do PKB i poprawiała się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych wskazują na stabilizację stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie lipiec – październik 2019 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. są umieszczone w rozdziale 3. Opis dyskusji na listopadowym posiedzeniu zostanie

opublikowany 21 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym Raporcie. W rozdziale 5 znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie połowa maja -wrzesień 2019 r. Ponadto w niniejszym Raporcie zamieszczono ramkę *Oslabienie wymiany handlowej na świecie*.

W rozdziale 4 Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 18 października 2019 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,2–2,4% w 2019 r. (wobec 1,7–2,3% w projekcji z lipca 2019 r.), 2,1–3,6% w 2020 r. (wobec 1,9–3,7%) oraz 1,6–3,6% w 2021 r. (wobec 1,3–3,5%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9–4,7% w 2019 r. (wobec 3,9–5,1% w projekcji z lipca 2019 r.), 2,7–4,4% w 2020 r. (wobec 3,0–4,8%) oraz 2,3–4,2% w 2021 r. (wobec 2,4–4,3%).

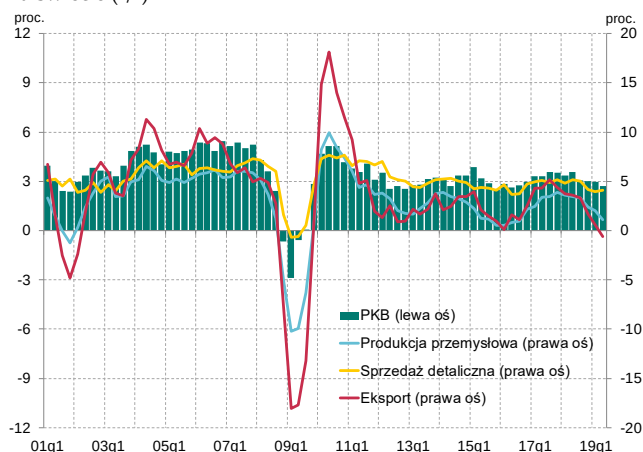
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Dynamika PKB w wielu gospodarkach na świecie pozostaje relatywnie niska, a perspektywy globalnej koniunktury pogorszyły się w ostatnich miesiącach (Wykres 1.1). Osłabienie dynamiki globalnego popytu, w szczególności inwestycyjnego, znajduje odzwierciedlenie w spowolnieniu w handlu światowym (por. *Ramka: Osłabienie wymiany handlowej na świecie*), co wraz z podwyższoną niepewnością dotyczącą perspektyw globalnej koniunktury przyczynia się do obniżonej aktywności w sektorze przemysłowym. Natomiast koniunktura w usługach pozostaje relatywnie dobra, choć napływające w ostatnim okresie dane wskazują na jej możliwe pogorszenie w kolejnych miesiącach.

Tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w II kw. br. utrzymało się na relatywnie niskim poziomie i wyniosło 1,2% r/r (Wykres 1.2). Negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego oddziaływało spowolnienie popytu zewnętrznego przekładające się na spadek dynamiki eksportu strefy euro. Obniżenie popytu zagranicznego znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu aktywności w przemyśle i w połączeniu z podwyższoną niepewnością dotyczącą perspektyw koniunktury przyczyniło się do pogorszenia nastrojów przedsiębiorstw tego sektora. Pesymistyczne nastroje w przemyśle wpływały ograniczająco na aktywność inwestycyjną, co wraz ze spowolnieniem inwestycji budowlanych przełożyło się na obniżenie dynamiki nakładów inwestycyjnych w większości gospodarek strefy euro. Przy czym kontrybucja inwestycji do wzrostu PKB w strefie

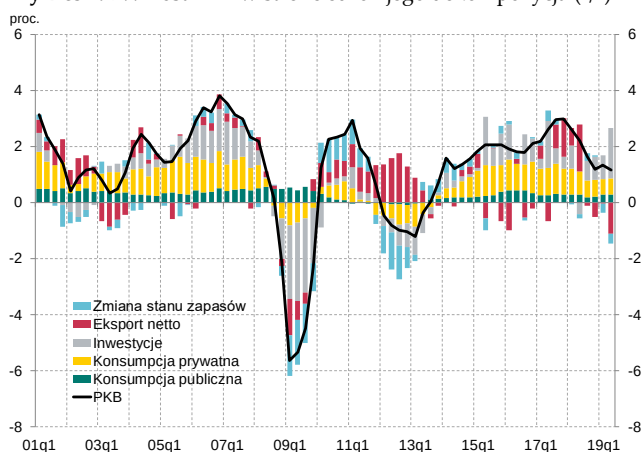
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Centraal Planbureau, Eurostat i MFW, obliczenia NBP.

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2017 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau.

Wykres 1.2 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



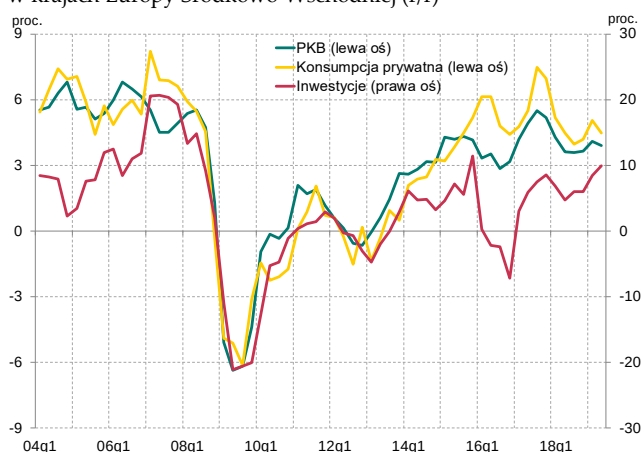
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

euro była wyraźnie dodatnia, co wynikało w znacznej mierze z transakcji o charakterze jednorazowym przeprowadzonych przez podmioty zarejestrowane w Irlandii¹. Z kolei konsumpcja prywatna – wspierana przez wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych – zwiększała się w stabilnym tempie i pozostała najważniejszym źródłem wzrostu PKB w II kw. br. Korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych sprzyjała w szczególności utrzymaniu dobrej sytuacji w sektorze usług. Nastroje firm z tego sektora pogorszyły się jednak we wrześniu br.

Oslabienie handlu międzynarodowego i pogorszenie nastrojów w przemyśle miało szczególnie silny wpływ na gospodarkę niemiecką, przekładając się w II kw. br. na stagnację eksportu i spowolnienie wzrostu inwestycji. W efekcie – mimo dalszego stabilnego wzrostu konsumpcji – roczna dynamika PKB w II kw. obniżyła się do 0,4% r/r, tj. poziomu najniższego od 6 lat (a w ujęciu kwartalnym była ujemna).

Obniżenie się dynamiki PKB w strefie euro oddziaływało w kierunku osłabienia wzrostu eksportu gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w których eksport netto miał w II kw. br. ujemny wkład do wzrostu PKB. Towarzyszyło temu obniżenie się dynamiki konsumpcji prywatnej, wynikające z wyhamowania wzrostu zatrudnienia przekładającego się na spowolnienie wzrostu dochodów gospodarstw domowych (Wykres 1.3). Z kolei wzrost inwestycji pozostał relatywnie wysoki, przy czym ich dynamika w regionie EŚW była silnie zróżnicowana. W efekcie wzrost gospodarczy w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w II kw. br. osłabił się jedynie nieznacznie – do 3,8% r/r wobec 4,0% w I kw. br.

Wykres 1.3 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Roczna dynamika łącznej wartości PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów brutto na środki trwałe krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski): Bułgarii, Czech, Chorwacji, Węgier oraz Rumunii, ważona PKB.

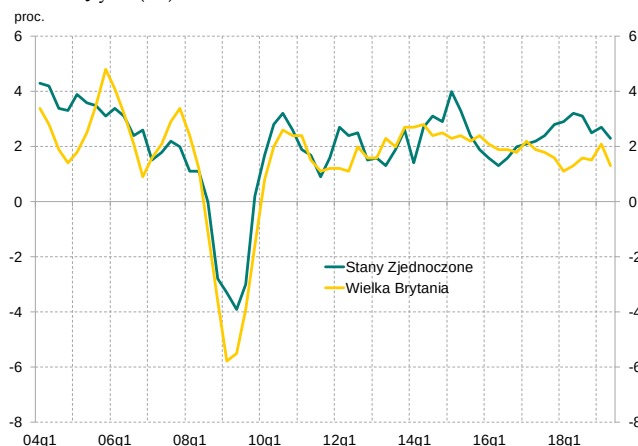
¹ Transakcje te oddziaływały także w kierunku spadku wkładu eksportu netto do wzrostu PKB strefy euro w II kw. br.

Także w Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w II kw. br. obniżyła się (do 2,3% r/r z 2,7% r/r w I kw. br.²; Wykres 1.4) w wyniku spadku eksportu i wyhamowania wzrostu inwestycji prywatnych. Z kolei dynamika konsumpcji prywatnej w II kw. br. wzrosła. Przyspieszenie wzrostu wydatków konsumpcyjnych – wobec utrzymujących się korzystnych uwarunkowań na rynku pracy oraz stabilnej sytuacji finansowej gospodarstw domowych – wynikało z ustania czynników, które osłabiały wzrost w I kw. br., m.in. zawieszenia działalności części instytucji federalnych Stanów Zjednoczonych.

W Wielkiej Brytanii wzrost PKB osłabił się w II kw. br. do 1,3% r/r z 2,1% r/r w I kw. br.³ Wahania dynamiki PKB w I połowie br. związane były w znacznej mierze z decyzjami przedsiębiorstw w zakresie planowania produkcji i akumulacji zapasów w związku z oczekiwanym *Brexitem*, który był pierwotnie planowany na 29 marca br., oraz jego późniejszym odsunięciem w czasie⁴. Jednocześnie utrzymująca się niepewność związana z krajową sytuacją polityczną oddziaływała negatywnie na plany i wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw. Natomiast konsumpcja prywatna rosła nadal w stabilnym tempie, wspierana przez umocnienie wzrostu wynagrodzeń w ostatnich miesiącach.

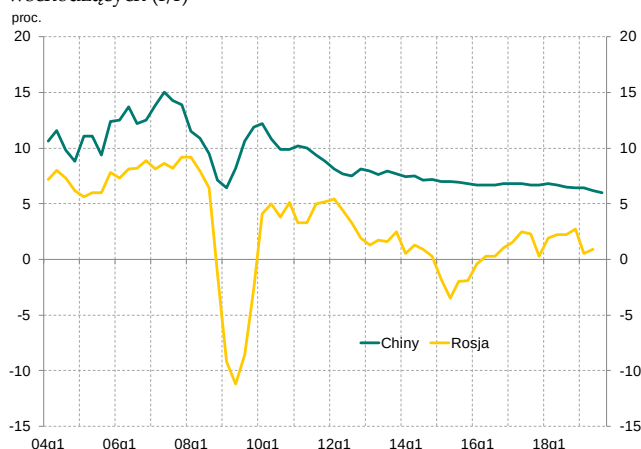
Aktywność ekonomiczna w gospodarkach wschodzących w ostatnich miesiącach kształtowała się na relatywnie niskim poziomie (Wykres 1.5). W Chinach wzrost PKB w III kw. br. spowolnił do 6% r/r (wobec 6,2% w II kw. i 6,4% r/r w I kw. br.), na co złożyło się obniżenie dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych oraz słaby popyt zagraniczny. W II kw. br. obniżyła się także

Wykres 1.4 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Office for National Statistics.

Wykres 1.5 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

² W ujęciu kwartał do kwartału dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych obniżyła się do 2,0% w II kw. br. z 3,1% w I kw. br. (dane zannualizowane).

³ W ujęciu kwartalnym PKB Wielkiej Brytanii spadł w II kw. br. o 0,2% kw/kw, po wzroście o 0,3% i 0,6% odpowiednio w IV kw. ub.r. i I kw. br. (dane odsezonowane).

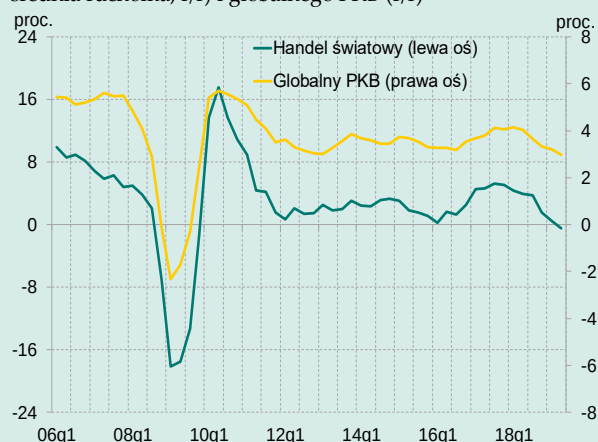
⁴ Wobec ryzyka bezumownego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE 29 marca br. przedsiębiorstwa w I kw. br. zintensyfikowały akumulację zapasów, po czym w II kw. br. wyraźnie obniżyły ich poziom wraz z odroczeniem terminu *Brexitu* na 31 października br. W branży motoryzacyjnej w obawie przed scenariuszem *no-deal Brexit*, znaczna część producentów zdecydowała w I kw. br. o przesunięciu sezonowych zamknięć fabryk z okresu wakacji na kwiecień br., przez co silnie spadła produkcja w branży na początku II kw. br.

wyraźnie dynamika wzrostu w gospodarce indyjskiej. Z kolei w Brazylii i RPA wzrost PKB przyspieszył. Dynamika PKB w Rosji pozostała niska, a w Turcji i Meksyku odnotowano spadek PKB w ujęciu rocznym.

Ramka: Osłabienie wymiany handlowej na świecie

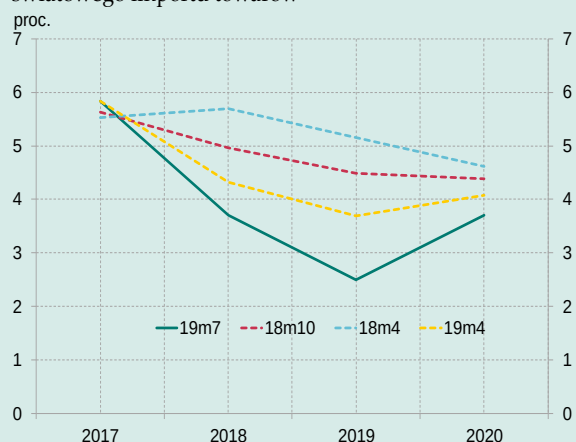
Dynamika handlu światowego w ostatnich latach była wyraźnie niższa niż przed światowym kryzysem finansowym^{5,6}. W okresie 2011 – I połowa 2019 r. wyniosła ona przeciętnie 2,7% wobec 5,8% w latach 2001-2007. W warunkach stopniowego ożywienia w globalnych obrotach handlowych pod koniec 2016 r. i w 2017 r. (Wykres R.1), prognozowano, że w latach 2018-2020 dynamika handlu światowego będzie kształtować się na poziomie 4,5%-6%, utrzymując się powyżej tempa wzrostu globalnego PKB (Wykres R.2). Z końcem 2017 r. dynamika handlu światowego zaczęła się jednak wyraźnie obniżać. Spadek dynamiki handlu pogłębił się w ostatnich kwartałach, a w II kw. br. wolumen handlu światowego obniżył się w ujęciu rocznym, co nastąpiło po raz pierwszy od globalnego kryzysu finansowego.

Wykres R.1 Dynamika światowego handlu towarami (3-mies. średnia ruchoma, r/r) i globalnego PKB (r/r)



Źródło: dane Centraal Planbureau, OECD, Bloomberg, obliczenia NBP.
Średnia arytmetyczna światowego eksportu i importu.

Wykres R.2 Prognozy MFW dotyczące dynamiki światowego importu towarów



Źródło: dane MFW, obliczenia NBP.

Spadek dynamiki handlu światowego wynikał z osłabienia popytu importowego i sprzedaży eksportowej w wielu gospodarkach, zarówno rozwiniętych, jak i wschodzących. Na wyhamowanie wzrostu światowego eksportu złożył się w znacznej mierze spadek eksportu maszyn i urządzeń (o 2% r/r w I kw. br.), pojazdów

⁵ W ramce zmiany dynamiki handlu światowego, importu oraz eksportu dotyczą zmian wolumenu tych wielkości, natomiast zmiany dynamiki eksportu i importu w poszczególnych grupach produktowych dotyczą zmian jego wartości.

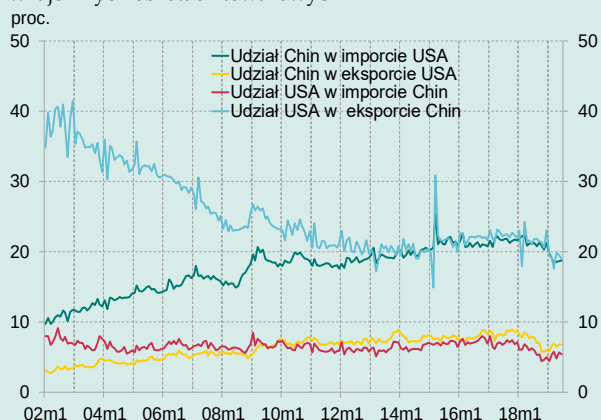
⁶ Obok omawianych w ramce przyczyn osłabienia handlu światowego obserwowanego od końca 2017 r., dynamikę wymiany towarowej na świecie obniżają także czynniki strukturalne. Ich wpływ na tempo wzrostu globalnej wymiany towarowej widoczny był już przed światowym kryzysem finansowym (zob. Constantinescu i inni, 2015 oraz ECB, 2016). Czynniki te obejmują m.in.: i) zmniejszenie się intensywności procesów globalnej fragmentaryzacji produkcji, wraz z wygasającymi efektami rewolucji w zakresie technologii telekomunikacyjnych i informatycznych z lat 90. oraz silnego spadku kosztów transportu międzynarodowego, obserwowanego na przestrzeni kilku ostatnich dekad ii) zmiany w strukturze zagregowanego popytu w części gospodarek (w tym w Chinach) polegające na wzroście udziału mniej importochłonnych kategorii (konsumpcji prywatnej i wydatków na usługi), iii) brak istotnych postępów w zakresie liberalizacji wymiany handlowej w porównaniu z latami 90. i początkiem lat 2000.

(odpowiednio o 6% r/r) i urządzeń elektrycznych (odpowiednio o 4% r/r). Obniżenie dynamiki sprzedaży eksportowej towarów należących do pierwszych dwóch z tych kategorii miało wyraźny negatywny wpływ na eksport gospodarki niemieckiej – będącej głównym partnerem handlowym Polski – który spadł w pierwszej połowie br. o 2% r/r.

Spowolnienie globalnej wymiany handlowej obserwowane na przestrzeni ostatnich dwóch lat ma prawdopodobnie źródło w kilku, wzajemnie na siebie oddziałujących procesach. Dekompozycja geograficzna i produktowa wahań światowej wymiany towarowej, a także analiza przebiegu procesów makroekonomicznych i zmian w zakresie polityki gospodarczej sugerują, że u podstaw osłabionej aktywności w handlu światowym leżą następujące procesy:

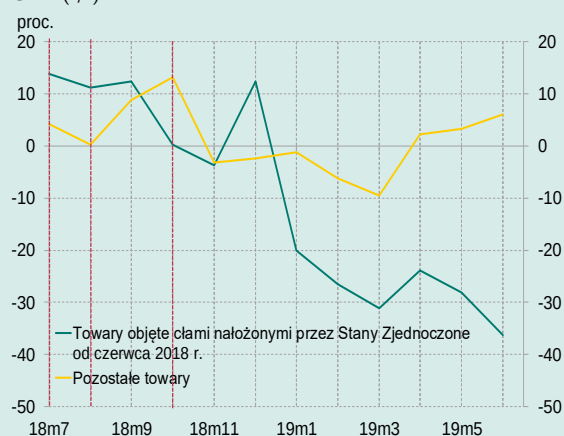
- **Zmiany w polityce handlowej największych gospodarek.** Na przestrzeni 2018 r. i 2019 r. Stany Zjednoczone stopniowo podwyższały stawki celne, przede wszystkim w odniesieniu do importu z Chin. Spotkało się to z odwetowymi podwyżkami chińskich cel na amerykański eksport. Zaostrzenie polityki handlowej doprowadziło do spadku wzajemnych obrotów handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami (Wykres R.3, Tabela R.1). Bezpośredni wpływ tego spadku na globalne obroty towarowe został jednak częściowo złagodzony przez substytucję importem z innych krajów, w tym wskutek stopniowej relokacji handlu⁷. Napięcia w polityce handlowej między dwiema największymi gospodarkami świata oraz sygnały ze strony amerykańskiej administracji dotyczące możliwości podwyższenia cel w handlu z innymi dużymi krajami najprawdopodobniej oddziaływały jednak na światowy handel także pośrednio, dodatkowo osłabiając popyt w Chinach oraz przyczyniając się do pogorszenia nastrojów przedsiębiorców na świecie (zob. poniżej).

Wykres R.3 Znaczenie Chin i Stanów Zjednoczonych we wzajemnych obrotach towarowych



Źródło: The U.S. Census Bureau.

Wykres R.4 Dynamika importu Stanów Zjednoczonych z Chin (r/r)



Źródło: The U.S. Census Bureau, obliczenia NBP.

Wykres uwzględnia cła, które obowiązywały do końca sierpnia br. Pionową linią przerywaną oznaczono momenty wprowadzenia kolejnych rund podwyżek cel przez Stany Zjednoczone.

⁷ Na stopniową relokację części procesów produkcji z gospodarki chińskiej do innych gospodarek azjatyckich wskazuje fakt, że znaczące wzrosty udziału w imporcie do Stanów Zjednoczonych oraz eksporcie z Chin w grupach towarowych dotkniętych podwyżkami stawek celnych notują m.in. Wietnam, Tajwan, Filipiny (obuwie i wyrobów skórzane), Tajlandia (artykuły z żelaza i stali) oraz Indonezja (wyroby skórzane).

Tabela R.1 Import Stanów Zjednoczonych z Chin według głównych kategorii produktów (dane za II kw. 2019r.)

	Dynamika importu do Stanów Zjednoczonych z Chin (r/r)	Dynamika importu do Stanów Zjednoczonych ogółem (r/r)	Udział Chin w importie do Stanów Zjednoczonych (proc.)	Zmiana udziału Chin w imporcie do Stanów Zjednoczonych (pkt. proc., r/r)
Ogółem	-11,7	0,9	18,6	-2,6
Organiczne produkty przemysłu chemicznego	-17,0	0,6	15,0	-3,2
Artykuły plastikowe	-5,9	-1,8	30,1	-1,3
Artykuły skórzane	-25,7	-2,9	41,1	-12,7
Odzież i dodatki odzieżowe (z dzianin)	3,7	4,8	31,2	-0,3
Odzież i dodatki odzieżowe (inne niż z dzianin)	-0,8	4,9	32,0	-1,9
Artykuły tekstylne	10,1	6,6	55,8	1,8
Obuwie i galanteria	-0,2	4,2	50,0	-2,2
Artykuły z żelaza i stali	-9,5	-2,7	28,2	-2,1
Maszyny i urządzenia	-16,4	0,2	26,2	-5,2
Sprzęt elektryczny	-12,0	-4,7	38,4	-3,2
Pojazdy	-18,2	8,1	4,5	-1,4
Aparatura optyczna, fotograficzna itp.	-15,5	3,8	11,6	-2,7
Meble	-15,8	-5,1	45,5	-5,8
Zabawki, gry, sprzęt sportowy	1,2	2,3	78,9	-0,8

Źródło: The U.S. Census Bureau, UN Comtrade, obliczenia NBP.

• **Oslabienie popytu inwestycyjnego firm w gospodarce światowej.** Wobec produkcji wielu dóbr kapitałowych w ramach globalnych i regionalnych łańcuchów dostaw, cechujący się relatywnie wysoką importochłonnością popyt inwestycyjny firm ma istotne znaczenie dla kształtowania się globalnych obrotów zarówno dobrami inwestycyjnymi, jak i pośrednimi. Dynamika inwestycji na świecie obniżyła się na przestrzeni ostatnich kwartałów. Dane z krajów G20 wskazują na jej spadek z poziomu 5% na przełomie 2017 r. i 2018 r. do 1% w I połowie 2019 r. W przypadku kilku dużych gospodarek⁸ główną przyczyną spowolnienia inwestycji były czynniki specyficzne dla tych krajów. W kierunku osłabienia popytu inwestycyjnego w skali globalnej oddziaływała natomiast także podwyższona niepewność, związana ze zmianami w polityce handlowej największych gospodarek, ale także z procesem *Brexitu* oraz narastającymi obawami o stan gospodarki światowej. Sygnalizują to wyniki badań ankietowych wśród firm⁹ oraz badania empiryczne¹⁰.

• **Oslabienie wzrostu konsumpcji w dużych gospodarkach wschodzących.** Choć spożycie indywidualne w wielu krajach pozostało relatywnie odporne na osłabienie koniunktury w sektorze przemysłowym, to jego średnia dynamika w krajach OECD obniżyła się z 3% na przełomie 2017 r. i 2018 r. do 1,4% w I kw. br. Wyraźnie wyhamowała konsumpcja w kilku dużych gospodarkach wschodzących¹¹, które w 2018 r. doświadczyły silnych deprecjacji kursów walut i odpływu kapitału. Istotnie osłabił także wzrost wydatków konsumentów w części gospodarek rozwiniętych, czego źródłem były czynniki specyficzne dla tych krajów¹².

⁸ Najsilniej wyhamowały inwestycje w Argentynie i Turcji, tj. w gospodarkach charakteryzujących się istotnymi słabościami strukturalnymi, w których koniunktura załamała się w sytuacji zacieśniania się warunków na globalnych rynkach finansowych. Wyraźny spadek dynamiki inwestycji miał także miejsce w Indiach, gdzie dostęp firm do finansowania zewnętrznego pogorszył się wyraźnie w efekcie problemów podmiotów z równoległego sektora bankowego. Wśród gospodarek rozwiniętych, najsilniejszych spadków dynamiki inwestycji doświadczyły Australia (wyhamowanie inwestycji mieszkaniowych), Kanada (spadek nakładów kapitałowych w sektorze wydobywczym) i Korea (ograniczenie inwestycji firm w warunkach spadku globalnego popytu na elektronikę).

⁹ Przykładowo, 20% firm ankietowanych przez Rezerwę Federalną w Atlancie w styczniu br. wskazywało, że wprowadzone cła i napięcia w polityce handlowej skłoniły je do weryfikacji planów inwestycyjnych, z czego 67% firm było w trakcie przeglądu planów inwestycyjnych, 36% odroczyło inwestycje, zaś 16% z nich zrezygnowało.

¹⁰ Caldara i inni, 2019, oszacowali, że wzrost niepewności dotyczącej polityki handlowej pomiędzy 2017 r. a 2018 r. mógł obniżyć nakłady kapitałowe firm w Stanach Zjednoczonych o od 1 do 2%.

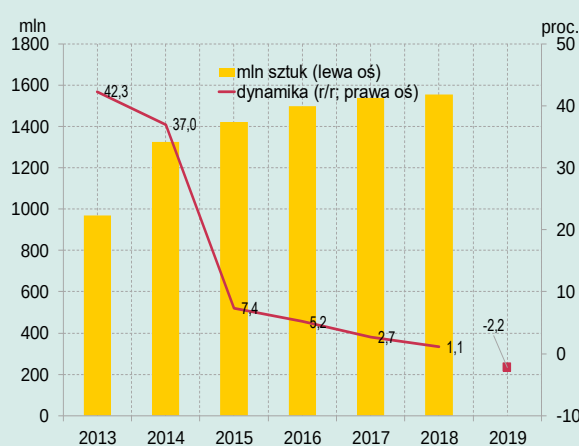
¹¹ Przede wszystkim w Turcji, Meksyku, Rosji, Brazylii i RPA.

¹² W tym w Kanadzie, Szwecji, we Włoszech i Hiszpanii.

• **Spadek popytu na samochody i elektronikę.** Poza ogólnym spowolnieniem popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego, niekorzystnie na globalne obroty towarowe oddziaływały także czynniki specyficzne dla dwóch sektorów o istotnym znaczeniu dla światowego handlu, tj. sektora motoryzacyjnego i sektora produkcji komputerów i elektroniki:

- W 2018 r. nastąpił globalny spadek sprzedaży samochodów. Spadek ten pogłębił się w I połowie br., pod wpływem silnego obniżenia się popytu w Chinach i Indiach, na które w 2017 r. przypadała łącznie nieco ponad jedna trzecia całej globalnej sprzedaży aut. W Chinach ograniczająco na sprzedaż aut oddziaływały także zmiany regulacyjne dotyczące standardów emisji spalin.
- Cykl produkcji w sektorze elektroniki (ang. tech cycle) osiągnął dojrzałą fazę. Do osłabienia popytu na komputery i inne urządzenia elektroniczne (m.in. smartfony, których produkcja od 2012 r. stanowi główne źródło wzrostu produkcji elektroniki; Carton i inni, 2018; Wykres R.5), poza omawianymi wcześniej czynnikami cyklicznymi, przyczyniły się najprawdopodobniej także takie czynniki, jak osiągnięcie wysokiego poziomu nasycenia rynku oraz brak istotnych innowacji w zakresie wypuszczanych na rynek nowych modeli wydłużający czas użytkowania produktów przez konsumentów. Osłabienie popytu na urządzenia elektryczne wpłynęło negatywnie na obroty handlowe części gospodarek azjatyckich, które działają w ramach regionalnych łańcuchów dostaw produkujących znaczną część światowej podaży tych produktów¹³ (Wykres R.6).

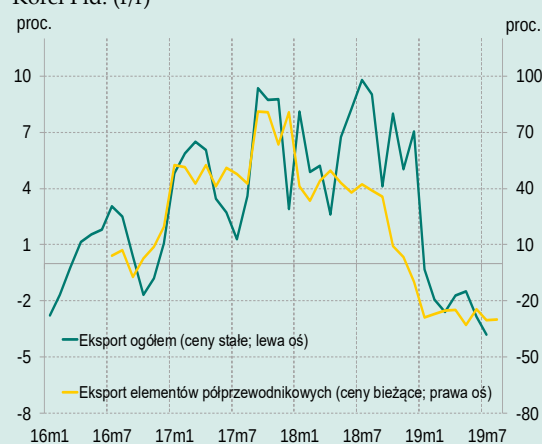
Wykres R.5 Globalna sprzedaż smartfonów



Źródło: dane Gartner.

Uwaga: kwadratem oznaczono dynamikę (r/r) sprzedaży w I połowie 2019 r.

Wykres R.6 Dynamika eksportu ogółem (3-mies. średnia ruchoma) i eksportu pamięci półprzewodnikowych z Korei Płd. (r/r)¹⁴



Źródło: Bloomberg.

Podsumowując, słabe wyniki handlu światowego odzwierciedlają szereg procesów, które wpłynęły na głębsze od prognozowanego spowolnienie popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego na świecie, a także – w mniejszym stopniu – czynniki o charakterze podażowym. Światową dynamikę handlu osłabia w szczególności spowolnienie popytu w Chinach związane z działaniami władz nakierowanymi na obniżenie ryzyka dla stabilności finansowej

¹³ W 2015 r. na gospodarkę azjatycką przypadała łącznie połowa wytwarzanej globalnie wartości dodanej w sektorze produkcji komputerów, elektroniki i sprzętu elektrycznego oraz prawie dwie trzecie światowego handlu tymi produktami, co stanowiło 8% całości globalnej wymiany towarowej.

¹⁴ Korea Płd. ma dominujący udział w światowej produkcji pamięci półprzewodnikowych, wykorzystywanych m.in. w produkcji pamięci operacyjnych komputerów i smartfonów. W efekcie, dane o eksporcie półprzewodników z Korei Płd. uznawane są za wskaźnik wyprzedzający aktywności w globalnym sektorze elektroniki. Na wykresie – ze względu na opóźnienia w publikacji danych dotyczących wolumenu handlu poszczególnymi grupami produktowymi – dane o eksporcie półprzewodników przedstawiono w cenach bieżących.

i makroekonomicznej gospodarki chińskiej, pogłębione przez wojnę handlową ze Stanami Zjednoczonymi oraz pogorszenie się koniunktury w kilku dużych gospodarkach wschodzących w warunkach zacieśnienia globalnych warunków finansowania. Ograniczająco na dynamikę handlu wpływa także wzrost niepewności co do perspektyw globalnej koniunktury, który negatywnie oddziałuje także na aktywność w gospodarkach rozwiniętych i osłabia handel w strefie euro.

Literatura

Caldara D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, A. Raffo (2019), *The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty*, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 1256.

Carton B., J. Mongardini, Y. Li (2018), *A New Smartphone for Every Fifth Person on Earth: Quantifying the New Tech Cycle*, IMF Working Paper WP/18/22.

Constantinescu C., A. Mattoo, M. Ruta (2015), *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?*, IMF Working Paper WP/15/6.

ECB (2016), *Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?*, Occasional Paper Series No 178.

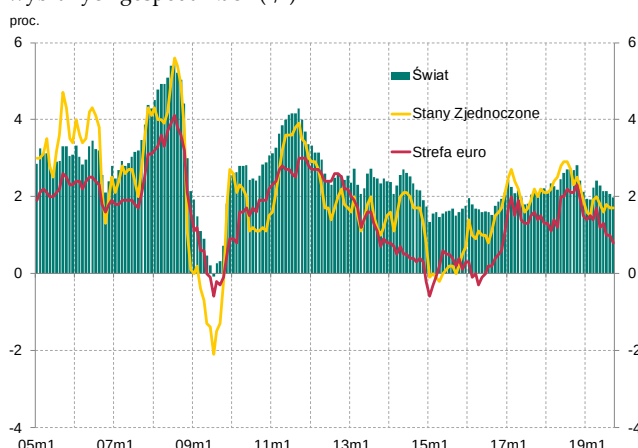
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Inflacja w gospodarce światowej pozostaje umiarkowana (Wykres 1.6). Po lekkim wzroście w I połowie br. wynikającym w znacznej mierze z czynników podaźowych podwyższających dynamikę cen żywności, w III kw. inflacja – w ślad za spadkiem cen energii – obniżyła się. Jednocześnie dynamika cen pozostaje wyraźnie zróżnicowana między gospodarkami, przy czym jest wyraźnie wyższa w gospodarkach wschodzących niż w rozwiniętych.

Inflacja HICP w strefie euro nadal kształtuje się wyraźnie poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen Europejskiego Banku Centralnego (EBC; inflacja poniżej, ale blisko 2%), chociaż poziom inflacji w poszczególnych gospodarkach tej strefy pozostaje zróżnicowany. We wrześniu br. inflacja HICP wyniosła 0,8% r/r. Głównym czynnikiem ograniczającym dynamikę cen jest utrzymująca się na niskim poziomie inflacja bazowa, która we wrześniu br. wzrosła do 1,0% r/r (Wykres 1.7). Wzrost cen hamowany był również przez obniżenie się cen ropy naftowej na rynkach światowych przekładające się od maja na słabszy wzrost cen energii.

W Stanach Zjednoczonych dynamika cen konsumpcyjnych, w szczególności inflacja bazowa, pozostaje wyższa niż w wielu innych gospodarkach rozwiniętych (we wrześniu br. inflacja CPI wyniosła 1,7% r/r, a inflacja bazowa

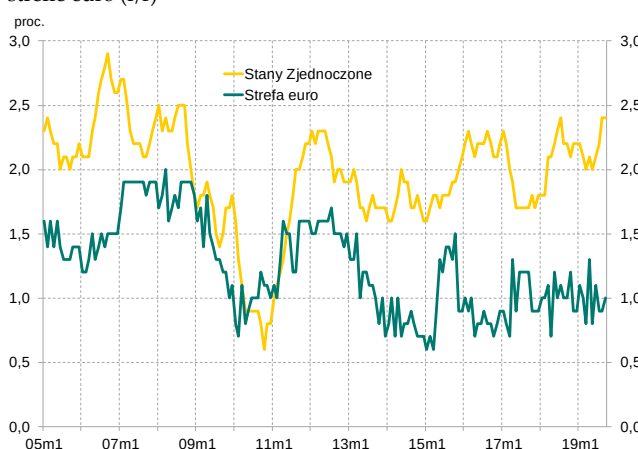
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB, ważona PKB (z 2017 r.). Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bloomberg.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych.

2,4% r/r). Utrzymywaniu się wyżej niż w porównywalnych gospodarkach inflacji bazowej sprzyja m.in. trwające od ponad dekady ożywienie gospodarcze, znajdujące odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia i relatywnie szybkim wzroście wynagrodzeń.

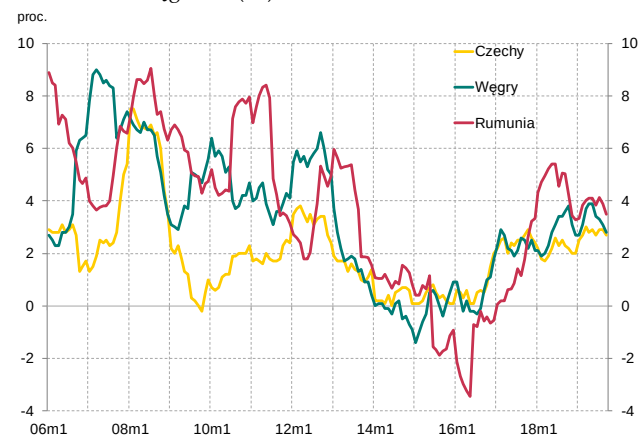
W gospodarkach EŚW inflacja – po wyraźnym wzroście na początku roku – w ostatnich miesiącach obniżyła się (Wykres 1.8). Ograniczająco na inflację oddziaływał spadek cen energii, w szczególności cen paliw do prywatnych środków transportu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływał natomiast wyraźny wzrost cen żywności, zwłaszcza nieprzetworzonej. Dodatkowo utrzymująca się wysoka dynamika płac sprzyjała postępującemu wzrostowi inflacji bazowej.

1.3 Światowe rynki surowców

Trwający przez kilka miesięcy spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ostatnim okresie wyhamował, a w przypadku gazu ziemnego ceny zanotowały sezonowy wzrost. Przy czym ceny surowców energetycznych kształtują się obecnie na poziomie wyraźnie niższym niż przed rokiem (Wykres 1.9). Jednocześnie przeciętne ceny surowców rolnych – po silnym wzroście na początku br. – spadły i są zbliżone do poziomu sprzed roku (Wykres 1.10).

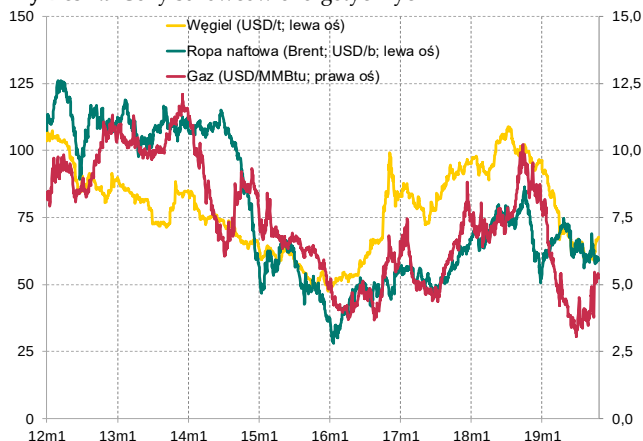
Trwający od końca kwietnia br. wyraźny spadek cen ropy naftowej w sierpniu wyhamował, do czego przyczyniło się zaostrzenie napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie. Od tego czasu ceny ropy Brent – mimo okresowo podwyższonej zmienności¹⁵ – utrzymują się w przedziale 55-65 USD/b. Do utrzymywania się niższych niż w poprzednich miesiącach cen ropy naftowej przyczyniły się zarówno czynniki podażowe (zwiększenie wydobycia ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych) jak i popytowe

Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.
Roczna inflacja CPI.

Wykres 1.9 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/b – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za baryłkę ropy. USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła, tj. jednostek wyrażających ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

¹⁵ 14 września br. nastąpił atak na instalację przerobu ropy naftowej w Arabii Saudyjskiej. Jego efektem był przejściowy wzrost cen ropy naftowej Brent powyżej 69 USD/b w dniu 16 września br. W kolejnych dniach ceny ropy ponownie się obniżyły.

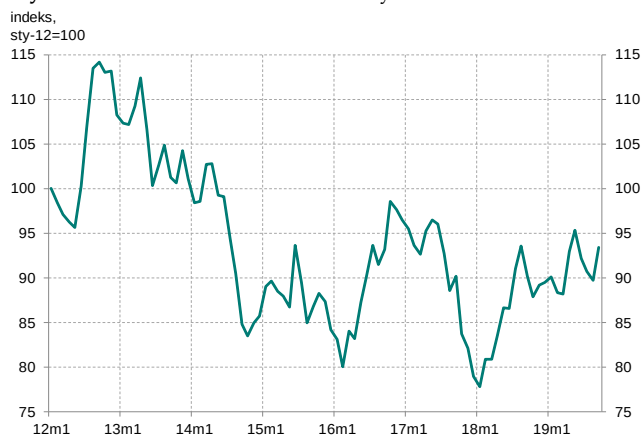
(pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie; por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

Także silny, trwający od końca 2018 r., spadek cen gazu w sierpniu wyhamował. Natomiast w ostatnim okresie ceny tego surowca wzrosły, co było efektem czynników sezonowych dodatkowo wzmocnionych przez ograniczenie wydobycia gazu ziemnego w Norwegii. Ceny gazu ziemnego pozostają jednak na niskim poziomie, czemu sprzyja przede wszystkim nagromadzenie znacznych zapasów gazu w krajach europejskich – w efekcie wystąpienia wyższych niż średnio w poprzednich latach temperatur w okresie zimowym – oraz wysoka podaż gazu LNG na rynku europejskim.

Także ceny węgla kamiennego w ostatnim okresie ustabilizowały się po wcześniejszych wyraźnych spadkach. W drugiej połowie października 2019 r. były one o ponad 30% niższe niż rok wcześniej. Główną przyczyną niższych niż przed rokiem cen tego surowca był spadek popytu wynikający z osłabienia światowej koniunktury i pogorszenia konkurencyjności produkcji energii z węgla w efekcie wzrostu cen uprawnień do emisji CO₂, przy utrzymującej się wysokiej podaży węgla.

Ceny surowców rolnych na rynkach światowych – po przejściowym spadku w miesiącach letnich – we wrześniu ponownie wzrosły (Wykres 1.10). Przyczynił się do tego przede wszystkim wzrost cen pszenicy oraz odtłuszczonego mleka w proszku wynikający z silniejszego popytu na te produkty na rynkach międzynarodowych. W dalszym ciągu rosły również ceny wieprzowiny, w związku z bardzo wyraźną redukcją pogłowia świń w Chinach w następstwie epidemii afrykańskiego pomoru świń (ASF) i silnym wzrostem popytu tej gospodarki na mięso wieprzowe na rynkach międzynarodowych.

Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

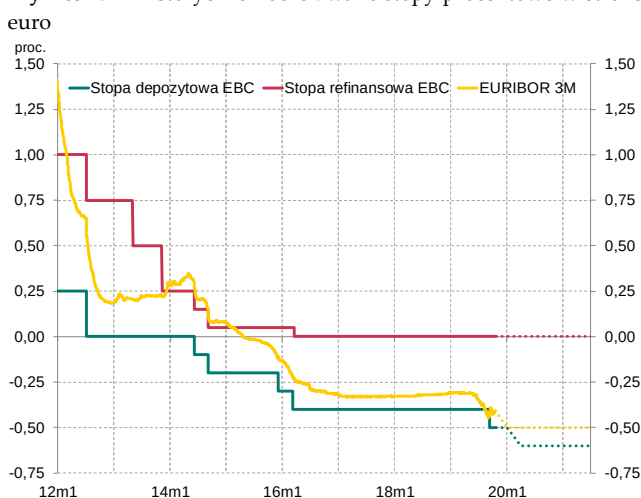
W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi: pszenica, rzepak, wieprzowina, ziemniaki, cukier, kakao, kawa, odtłuszczone mleko w proszku, masło i zagęszczony mrożony sok pomarańczowy. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W warunkach utrzymującej się relatywnie niskiej dynamiki PKB w części gospodarek i dalszego pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie w ostatnich miesiącach główne banki centralne luzowały swoją politykę pieniężną. Ponadto uczestnicy rynków finansowych oczekują dalszego jej luzowania w kolejnych kwartałach.

Europejski Bank Centralny (EBC) we wrześniu 2019 r. obniżył stopę depozytową o 10 pb do poziomu $-0,50\%$ ¹⁶, zapowiadając jednocześnie wprowadzenie od 30 października br. systemu zróżnicowanego oprocentowania rezerw w banku centralnym¹⁷. Ponadto EBC zmienił *forward guidance*, wskazując, że stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym lub niższym poziomie do czasu, gdy prognozy inflacji nie będą wskazywać na jej wyraźny powrót do poziomu docelowego EBC¹⁸. Oczekiwania analityków rynkowych wskazują na dalsze obniżanie stóp procentowych EBC i kształtowanie się rynkowych stóp procentowych na niższym od obecnego poziomie co najmniej do III kw. 2021 r. (Wykres 1.11). Dodatkowo EBC zapowiedział wznowienie od listopada br. programu skupu aktywów w wysokości 20 mld euro miesięcznie¹⁹. EBC obniżył także oprocentowanie uruchomionej we wrześniu br. trzeciej serii programu wsparcia akcji kredytowej (ang. Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO-III)²⁰ oraz

Wykres 1.11 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe w strefie



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwane stopy EBC oraz EURIBOR 3M wyznaczone na podstawie mediany oczekiwań analityków rynkowych ankietowanych przez Bloomberg w październiku 2019 r.

¹⁶ Pozostałe stopy EBC zostały utrzymane na niezmiennych poziomach.

¹⁷ Zgodnie z decyzją Rady Prezesów EBC część nadwyżkowych środków banków komercyjnych na rachunku bieżącym w Eurosystemie (do wysokości odpowiadającej 6-krotności rezerwy obowiązkowej danego banku) będzie oprocentowana według zerowej stopy. Wprowadzenie takiego systemu ma ograniczyć negatywny wpływ ujemnych stóp procentowych na wyniki finansowe sektora bankowego. Rozwiązanie to zwiększa również przestrzeń do ewentualnych dalszych obniżek stóp procentowych EBC zmniejszając ich potencjalny negatywny wpływ na wyniki finansowe banków.

¹⁸ Fragment komunikatu prasowego EBC po posiedzeniu Rady Prezesów 12 września 2019 r.: „Rada Prezesów oczekuje obecnie, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki Rada nie stwierdzi, że perspektywy inflacji w horyzoncie czasowym jej projekcji wyraźnie zbliżają się do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz że zbliżenie to konsekwentnie odzwierciedla się w dynamice inflacji bazowej.”

¹⁹ Według komunikatu EBC zakupy aktywów netto będą prowadzone tak długo, jak długo będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC, i zakończą się krótko przed tym, jak Rada Prezesów zacznie podnosić te stopy.

²⁰ Fragment komunikatu prasowego EBC po posiedzeniu Rady Prezesów 12 września 2019 r.: „Oprocentowanie każdej operacji TLTRO będzie teraz ustalane na poziomie średniej stopy stosowanej w podstawowych operacjach refinansujących Eurosystemu za

wydłużył zapadalność jego operacji z dwóch do trzech lat.

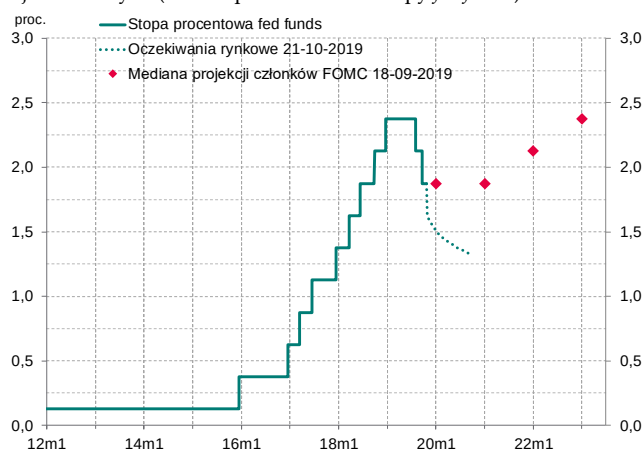
Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) na posiedzeniach w lipcu i wrześniu br. obniżyła stopy procentowe, każdorazowo o 25 pb. Przedział dla stopy *fed funds* wynosi obecnie 1,75-2,00%. Jednocześnie mediana prognoz członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) wskazuje na stabilizację stóp procentowych w bieżącym i przyszłym roku. Jednak część członków FOMC, a także uczestnicy rynku prognozują dalsze złagodzenie polityki pieniężnej (Wykres 1.12). W celu łagodzenia warunków monetarnych Fed postanowił także skrócić o dwa miesiące program redukcji sumy bilansowej i zakończył go już z początkiem sierpnia br. (Wykres 1.13)²¹.

Pogorszenie perspektyw globalnej koniunktury skłoniło także inne banki centralne – zarówno gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących – do obniżek stóp procentowych. W ostatnim czasie politykę pieniężną poluzowały banki Australii, Danii, Islandii, Korei oraz Nowej Zelandii, a spośród głównych gospodarek wschodzących – bank centralny Chin, Indii, Brazylii, Rosji i Indonezji.

1.5 Światowe rynki finansowe

Wobec pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych i luzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne rentowności obligacji gospodarek rozwiniętych obniżyły się w ostatnich miesiącach, a gospodarek wschodzących nieco wzrosły. Jednocześnie ceny akcji – podlegające w ostatnich kwartałach znacznym wahaniom – w gospodarkach rozwiniętych były zbliżone do historycznego maksimum, podczas gdy w

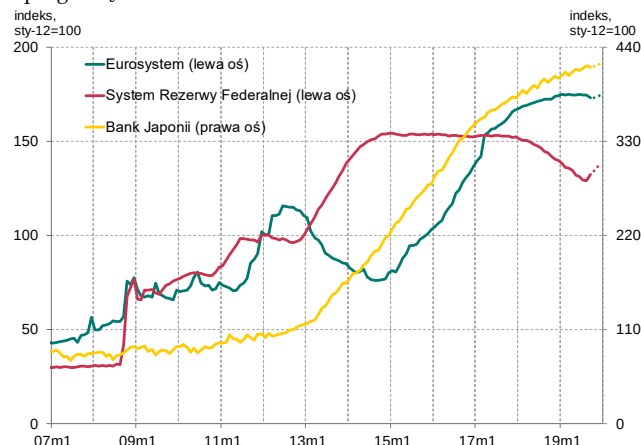
Wykres 1.12 Historyczna i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych (środek przedziału dla stopy *fed funds*)



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwania rynkowe w dniu 21.10.2019 r. wyznaczone na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

Wykres 1.13 Sumy bilansowe głównych banków centralnych wraz z prognozą



Źródło: dane FRED, obliczenia NBP.

Prognoza do grudnia 2019 r.: dla Eurosystemu przy założeniu stabilnej sumy bilansowej w październiku oraz miesięcznego wzrostu o 20 mld euro miesięcznie w okresie listopad-grudzień, dla Banku Japonii przy założeniu wzrostu w średnim tempie zanotowanym od października 2018 r. do września 2019 r., dla Systemu Rezerwy Federalnej przy założeniu miesięcznego wzrostu o 60 mld dolarów miesięcznie.

czas trwania tej operacji TLTRO. Dla banków, w których kwota netto kwalifikowanych kredytów przekroczy wartość referencyjną, oprocentowanie to będzie niższe, a jego dolna granica to średnia stopa depozytu w banku centralnym za czas trwania danej operacji TLTRO.”

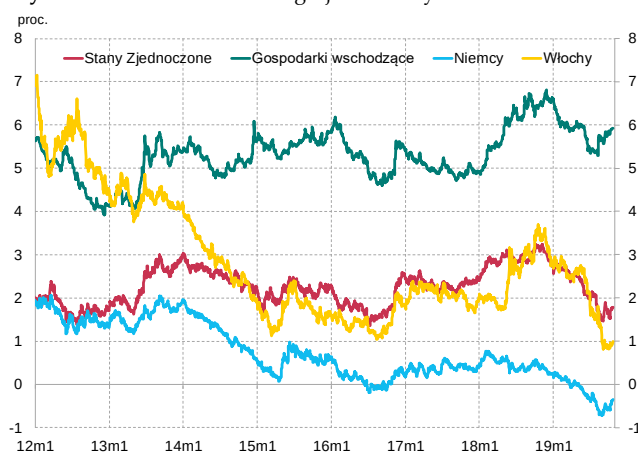
²¹ Oczekiwany wzrost sumy bilansowej Fed wynika z zapowiedzianego wprowadzenia trwających co najmniej do stycznia 2020 r. dodatkowych operacji repo oraz trwającego co najmniej do II kw. 2020 r. skupu bonów skarbowych w celu zapewnienia uczestnikom rynków odpowiedniej ilości rezerw.

gospodarkach wschodzących były tylko nieznacznie wyższe od wieloletniej średniej.

Pogorszenie koniunktury na świecie i jej perspektyw zwiększyło popyt inwestorów na aktywa uważane za bezpieczne. Wraz ze złagodzeniem retoryki i późniejszym poluzowaniem polityki pieniężnej przez EBC i Fed oddziaływało to w kierunku spadku rentowności obligacji w gospodarkach rozwiniętych, które są obecnie wyraźnie niższe niż przed kilkoma miesiącami (Wykres 1.14). W efekcie wzrosła liczba obligacji notowanych z ujemną rentownością. W szczególności rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w Niemczech obniżyła się do -0,5% w I połowie października br. wobec -0,3% w czerwcu²². W wyniku działań EBC spadły również rentowności obligacji innych gospodarek strefy euro i np. we Włoszech – gdzie doszło także do ustabilizowania sytuacji politycznej – ukształtowały się w ostatnim czasie na historycznie niskim poziomie. Natomiast w Stanach Zjednoczonych – ze względu na dysparytet między stopami procentowymi Fed a EBC – rentowności obligacji skarbowych pozostają wyższe niż w gospodarkach strefy euro (w pierwszej połowie października wyniosły 1,6% wobec 2,1% w czerwcu). Z kolei w wielu gospodarkach wschodzących rentowności obligacji w ostatnim okresie nieco wzrosły z powodu pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych związanego z niepewnością co do światowej koniunktury.

Ceny akcji w gospodarkach rozwiniętych w ostatnich miesiącach pozostawały zbliżone do ich historycznie najwyższych poziomów (Wykres 1.15), czemu sprzyjało łagodzenie retoryki i późniejsze poluzowanie polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz oczekiwania na dalsze luzowanie warunków monetarnych. Natomiast w kierunku spadku cen na rynkach akcji oddziaływało pogarszanie się bieżącej

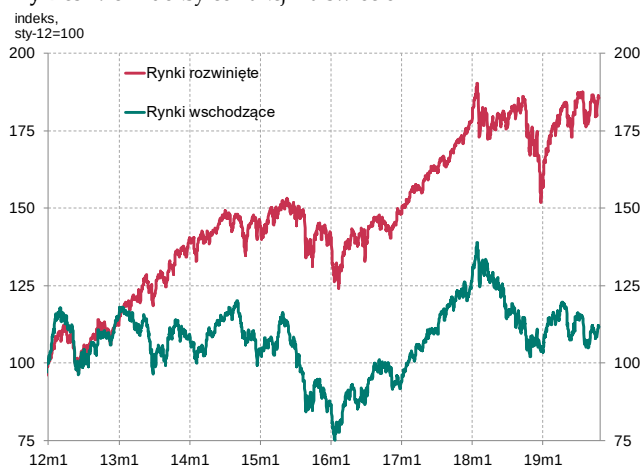
Wykres 1.14 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Stany Zjednoczone, Niemcy i Włochy – rentowności 10-letnich obligacji; Gospodarki wschodzące – Bloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns.

Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

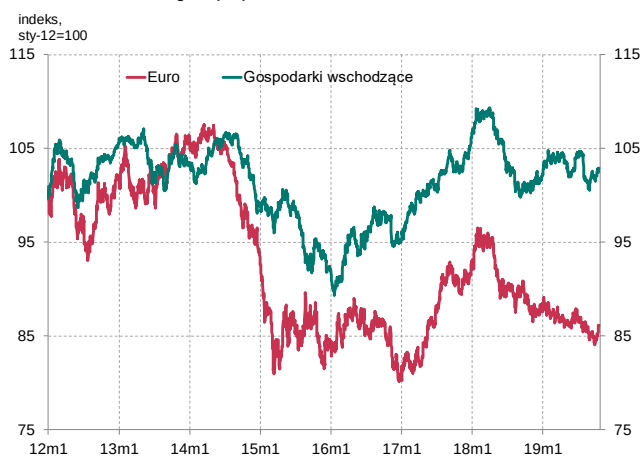
Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index, rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

²² W sierpniu 2019 r. rentowność 10-letnich obligacji Niemiec osiągnęła historyczne minimum na poziomie -0,71%.

koniunktury na świecie i wzrost obaw o jej perspektywy. Czynniki te wpływały silniej na wyceny akcji w gospodarkach wschodzących, gdzie indeksy giełdowe nieco się obniżyły.

Na rynku walutowym do września br. euro osłabiało się wobec dolara amerykańskiego, co wynikało z korzystniejszych perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro (Wykres 1.16). Wobec podwyższonej niepewności co do przyszłej koniunktury na świecie i ograniczenia popytu inwestorów na aktywa uważane za bardziej ryzykowne, również waluty krajów wschodzących deprecjonowały względem dolara w lipcu i sierpniu. Jednak w ostatnim okresie dolar nieco się osłabił – zarówno wobec euro, jak i walut krajów wschodzących – w związku z narastającymi oczekiwaniami na kolejne obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i mniejszymi obawami o eskalację międzynarodowych sporów handlowych. Kurs dolara wobec tych walut pozostał jednak wyższy niż średnio w I połowie roku.

Wykres 1.16 Kursy walut względem dolara amerykańskiego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

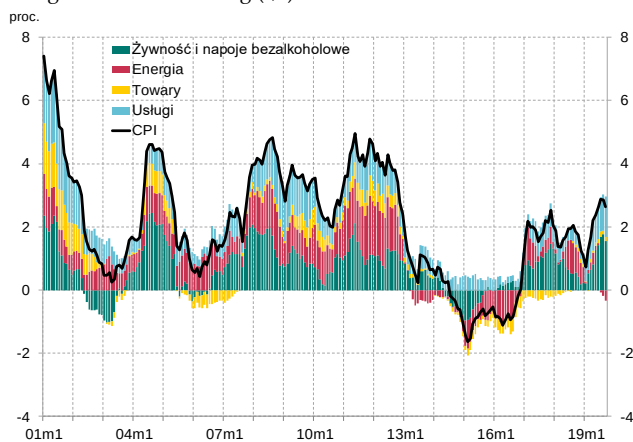
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce – po wzroście w poprzednich miesiącach – we wrześniu nieco się obniżyła (do 2,6% r/r; Wykres 2.1). W kierunku wyższej inflacji oddziałuje głównie wcześniejszy istotny wzrost cen żywności nieprzetworzonej związany ze spadkiem podaży niektórych produktów rolnych oraz mięsa. Towarzyszy mu następujący w warunkach rosnącego popytu konsumpcyjnego wzrost dynamiki cen usług, który przekłada się na stopniowy wzrost inflacji bazowej. Natomiast ograniczająco na dynamikę CPI wpływają niższe niż przed rokiem ceny energii.

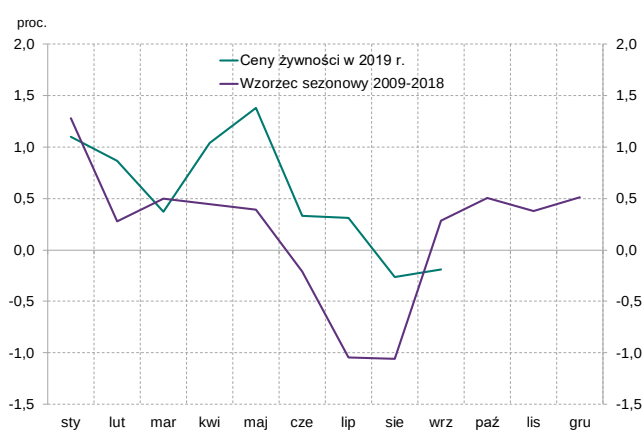
Do wzrostu cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach w największym stopniu przyczyniła się wysoka dynamika cen żywności (mimo jej obniżenia się we wrześniu do 6,3% r/r). Wyższe ceny żywności, zwłaszcza nieprzetworzonej, wynikają z czynników podażowych – głównie ze spadku podaży owoców i warzyw w następstwie wyjątkowo niekorzystnych warunków pogodowych. W rezultacie w miesiącach letnich ceny owoców nie obniżyły się zgodnie z dotychczasowym wzorcem sezonowym, a spadek cen warzyw był wyraźnie słabszy niż w ostatnich latach. Dopiero we wrześniu ceny owoców obniżyły się nieznacznie, czemu towarzyszył silny spadek cen warzyw. W kierunku wzrostu cen żywności w ostatnich miesiącach oddziaływała także redukcja pogłowia trzody chlewnej, zwłaszcza w Chinach w reakcji na epidemię ASF (por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców). Łącznie powyższe zmiany spowodowały, że dynamika cen żywności ogółem do sierpnia wyraźnie odchyłała

Wykres 2.1 Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Miesięczne tempo zmian cen żywności w 2019 r. na tle wzorca sezonowego z lat 2009-2018



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

się w górę od wzorca sezonowego, a we wrześniu spadła poniżej jego poziomu (Wykres 2.2).

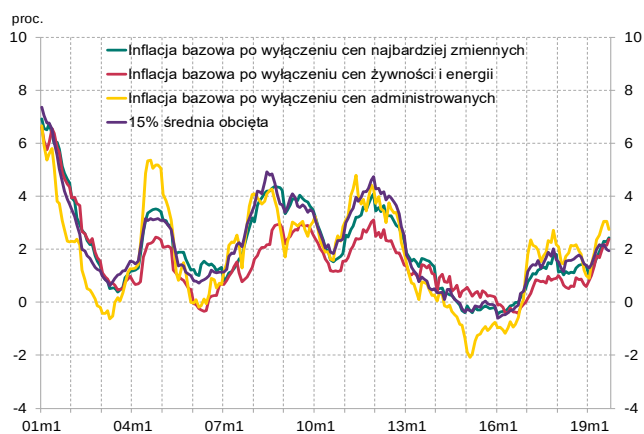
W warunkach utrzymującej się korzystnej sytuacji finansowej gospodarstw domowych i związanego z tym rosnącego popytu konsumpcyjnego większość miar inflacji bazowej kształtuje się obecnie na wyższym poziomie niż przed kilkoma miesiącami. We wrześniu inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 2,4% r/r (Wykres 2.3). W kierunku wzrostu tej miary inflacji bazowej oddziaływało przyspieszenie wzrostu cen usług (do 4,6% r/r), na które złożył się w szczególności wyraźny wzrost opłat za wywóz śmieci oraz cen usług telekomunikacyjnych i gastronomicznych. Jednocześnie dynamika cen towarów nieżywnościowych była niska i stosunkowo stabilna (0,4% r/r).

Dynamika cen energii obniżała się w ostatnich miesiącach, osiągając we wrześniu poziom -2,0% r/r (Wykres 2.4). W warunkach zamrożonych od początku roku opłat za energię elektryczną był to głównie efekt spadku cen paliw, związanego z wcześniejszym spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców)²³.

Wcześniejszy spadek cen ropy na rynkach światowych oddziaływał także w kierunku obniżenia dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, która pozostaje wyraźnie niższa niż w pierwszych miesiącach br. (0,9% r/r we wrześniu; Wykres 2.5).²⁴

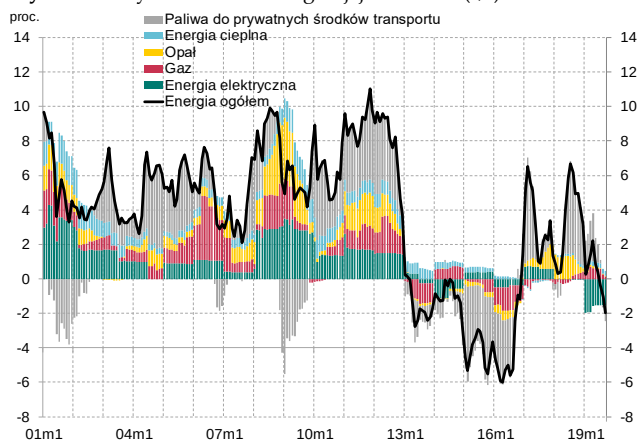
Ankietowe opinie konsumentów i przedsiębiorstw na temat przyszłej inflacji nie zmieniły się istotnie w ostatnim czasie, kształtując się na poziomie wyższym niż średnio w ub.r. (Wykres 2.6). Z kolei ekonomiści ankietowani przez NBP ostatnio

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



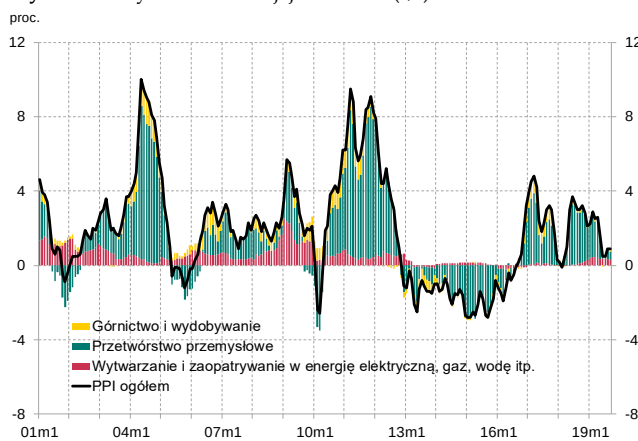
Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5 Dynamika PPI i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

²³ W sierpniu i wrześniu dodatkowym czynnikiem pogłębiającym spadek dynamiki cen energii był spadek rocznej dynamiki cen gazu ziemnego (ujemny efekt bazy związany z przeprowadzoną rok wcześniej podwyżką taryf dla gospodarstw domowych).

²⁴ Poza spadkiem dynamiki cen w przetwórstwie ropy naftowej obniżyła się także, choć w znacznie mniejszym stopniu, dynamika cen w gałęziach przemysłu wytwarzających dobra zaopatrzeniowe, w tym m.in. w produkcji chemikaliów, wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych oraz z metalu. Natomiast dynamika cen w gałęziach wytwarzających dobra konsumpcyjne była relatywnie stabilna, a w gałęziach wytwarzających dobra kapitałowe nieznacznie przyspieszyła.

nieznacznie podnieśli swoje oczekiwania (Tabela 2.1).

2.2 Popyt i produkcja

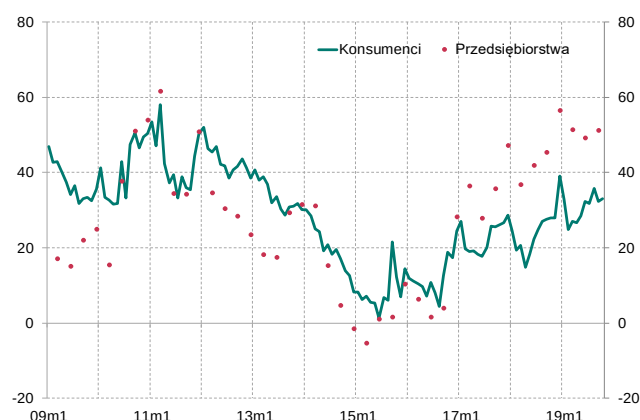
W ślad za pogorszeniem koniunktury w gospodarce światowej roczne tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w ostatnich kwartałach obniżyło się, utrzymując się jednak na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 2.7; Tabela 2.2). W II kw. 2019 r. dynamika PKB wyniosła 4,5% r/r wobec 4,7% r/r w I kw. (i 5,1% w 2018 r.).

Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, który jest w dalszym ciągu wspierany przez korzystną sytuację pracowników na rynku pracy, w tym systematyczny wzrost zatrudnienia i płac, oraz rosnący kredyt konsumpcyjny (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*). Po pewnym spowolnieniu w poprzednich kwartałach, w II kw. br. dynamika konsumpcji ponownie wzrosła, czemu sprzyjały wypłaty świadczeń w ramach programu „Emerytura plus”, późniejszy niż przed rokiem termin Świąt Wielkanocnych oraz poprawa nastrojów konsumentów związana z rozszerzeniem programu „Rodzina 500 plus” i zapowiadana obniżka podatku dochodowego.

Ważnym czynnikiem wzrostu PKB są również rosnące inwestycje, zwłaszcza przedsiębiorstw. Dynamika nakładów inwestycyjnych firm – wobec korzystnej koniunktury i wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych – utrzymała się w II kw. 2019 r. na poziomie wyraźnie wyższym niż w 2018 r. Równocześnie wolniejszy wzrost absorpcji środków unijnych przyczynił się do osłabienia dynamiki inwestycji publicznych (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*).

Istotny wkład do wzrostu PKB mają również wydatki publiczne na dobra i usługi, przy czym w II kw. br. wzrost spożycia publicznego spowolnił, do czego przyczynił się spadek dynamiki wydatków na wynagrodzenia w samorządach w związku ze strajkiem nauczycieli.

Wykres 2.6 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen (z odpowiednimi wagami). Wzrost statystyki bilansowej jest interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku wyższej dynamiki cen.

Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

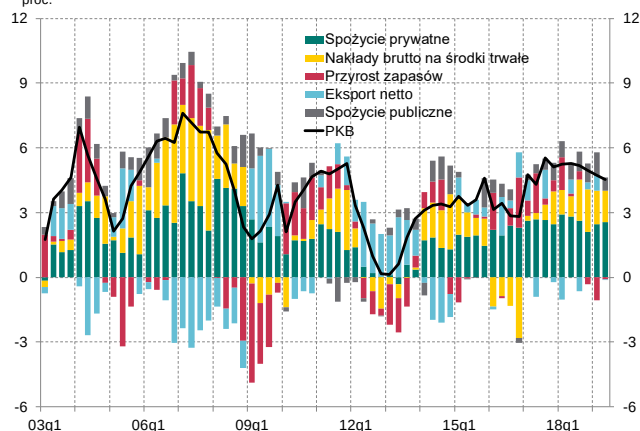
	Ankieta przeprowadzona w:				
	18q4	19q1	19q2	19q3	19q4
Ankieta Thomson Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,3	2,3	2,6	2,8	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,6	2,3	2,6	2,6	-

Źródło: dane NBP i Reuters.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Thomson Reuters w ostatnim miesiącu danego kwartału, z wyjątkiem IV kw. br., gdy podano prognozę z października br.

Oczekiwania inflacyjne prognoz Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP.

Wykres 2.7 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: dane GUS.

Z kolei wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w II kw. br. zbliżony do zera. Dynamika obrotów w handlu zagranicznym obniżyła się jednak w porównaniu z I kw., a wzrost eksportu spowolnił mocniej niż importu, co było związane z dalszym pogorszeniem koniunktury na świecie, w tym w najbliższym otoczeniu gospodarczym Polski.

2.2.1 Konsumpcja

Konsumpcja pozostaje głównym źródłem wzrostu gospodarczego w Polsce. W II kw. br. dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrosła do 4,4% r/r z 3,9% r/r w I kw. br. (Wykres 2.8).

Wzrostowi konsumpcji w II kw. br. sprzyjała utrzymująca się korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych wynikająca z relatywnie wysokiej dynamiki funduszu płac, wypłat świadczeń w ramach programu „Emerytura plus”, a także rosnącego kredytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy* i rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*). Dodatkowo wysoki optymizm konsumentów – wynikający m.in. z korzystnej sytuacji pracowników na rynku pracy oraz oczekiwanego wzrostu dochodów do dyspozycji w związku z rozszerzeniem programu „Rodzina 500 plus” i zapowiadany obniżeniem stawki podatku dochodowego – zwiększał skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji (Wykres 2.9)²⁵.

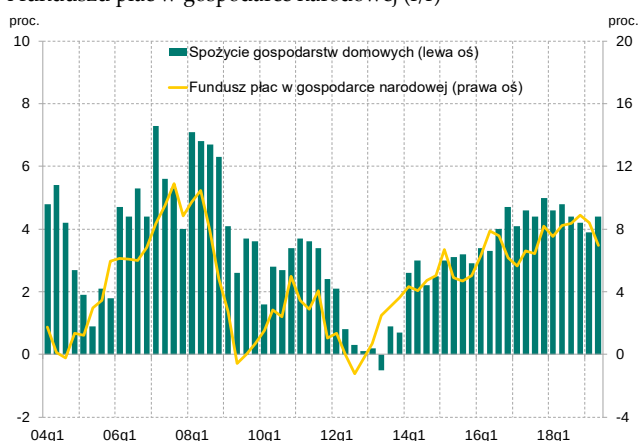
Napływające w ostatnim czasie dane, w tym wysokie poziomy wskaźników ufności konsumenckiej, wskazują na utrzymanie się korzystnych uwarunkowań popytu konsumpcyjnego również w III kw. br., mimo pewnego obniżenia dynamiki sprzedaży detalicznej²⁶.

Tabela 2.2 Dynamika PKB oraz wkłady do wzrostu (r/r; proc.)

	2017				2018				2019	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
PKB	4,8	4,3	5,5	5,1	5,2	5,3	5,2	4,9	4,7	4,5
Spożycie prywatne	2,6	2,7	2,7	2,5	2,9	2,8	2,6	2,1	2,5	2,6
Spożycie publiczne	0,3	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,1	0,6
Nakłady brutto na środki trwałe	0,2	0,3	0,7	1,5	1,1	1,0	1,9	2,0	1,6	1,5
Przyrost zapasów	0,7	1,8	0,3	0,5	1,5	0,1	0,4	-0,3	-1,1	-0,1
Eksport netto	0,9	-0,9	1,3	-0,2	-1,0	0,6	-0,6	0,3	0,7	0,0

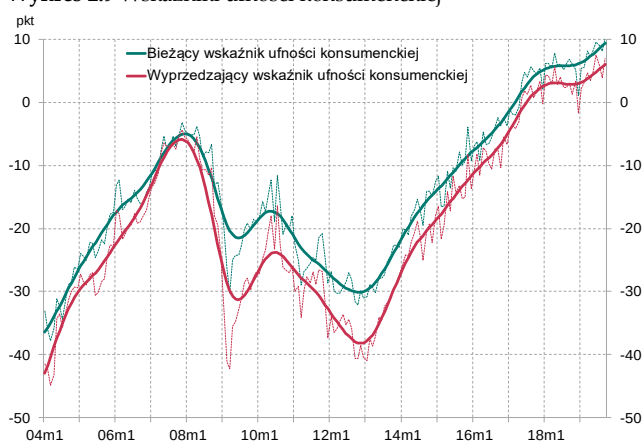
Źródło: dane GUS.

Wykres 2.8 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych i funduszu płac w gospodarce narodowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Linia przerywaną zaznaczono surowe dane; linią ciągłą – dane wygładzone filtrem HP.

²⁵ Na podwyższenie dynamiki spożycia gospodarstw domowych w II kw. br. miała również wpływ realizacja zakupów związanych ze Świętami Wielkanocnymi: w 2018 r. całość zakupów związanych ze Świętami Wielkanocnymi była realizowana w I kw., podczas gdy w 2019 r. zakupy te były częściowo realizowane w II kw. w związku z ruchomym terminem tych świąt.

²⁶ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w III kw. br. średnio o 4,8% r/r wobec średnio 7,1% r/r w II kw. br.

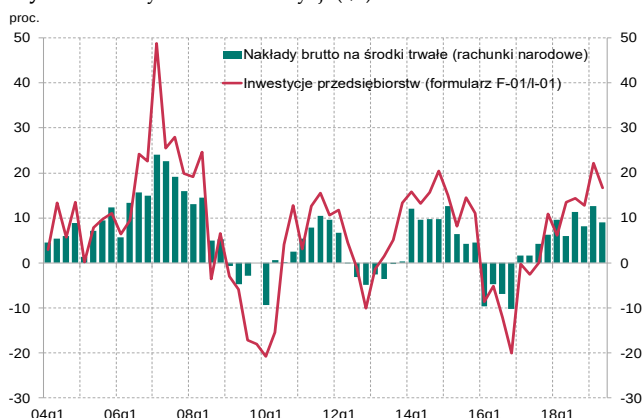
2.2.2 Inwestycje

W II kw. br. nakłady brutto na środki trwałe w Polsce wzrosły o 9,0% r/r (wobec 12,6% r/r w I kw. br.; Wykres 2.10). Według szacunków NBP głównym źródłem wzrostu inwestycji w gospodarce są rosnące nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw. Natomiast ograniczająco na dynamikę nakładów brutto na środki trwałe oddziałuje silny spadek dynamiki inwestycji publicznych.

Dynamika inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw pozostaje wysoka mimo obniżenia się w II kw. br. do 16,7% r/r (z 22,2% r/r w I kw. br.; Wykres 2.10). Wzrostowi inwestycji firm sprzyja utrzymywanie się silnego popytu krajowego w warunkach wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych (Wykres 2.11). Jednocześnie dynamikę nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w II kw. br. ograniczało spowolnienie wzrostu wykorzystania środków unijnych przeznaczonych na inwestycje infrastrukturalne. W kierunku obniżenia dynamiki inwestycji w wielu branżach mogło oddziaływać także pogorszenie się sytuacji gospodarczej za granicą i podwyższona niepewność dotycząca perspektyw koniunktury. Przedsiębiorstwa najszybciej zwiększają nakłady na środki transportu²⁷, przy wysokiej dynamice inwestycji budowlanych i słabszym, ale stabilnym od kilku kwartałów wzroście inwestycji w maszyny i urządzenia.

Według szacunków NBP dynamika inwestycji publicznych w II kw. br. obniżyła się znacząco w stosunku do I kw. br. Przyczynił się do tego istotny spadek dynamiki nakładów jednostek samorządu terytorialnego (do 1,7% r/r wobec 27,0% r/r w I kw. br.)²⁸, po ich silnym wzroście w 2018 r. związanym

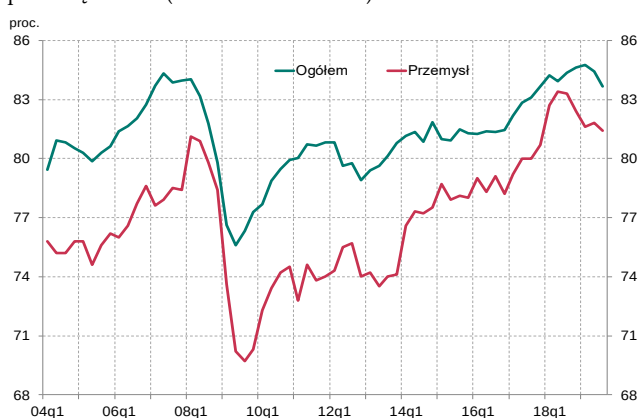
Wykres 2.10 Dynamika inwestycji (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

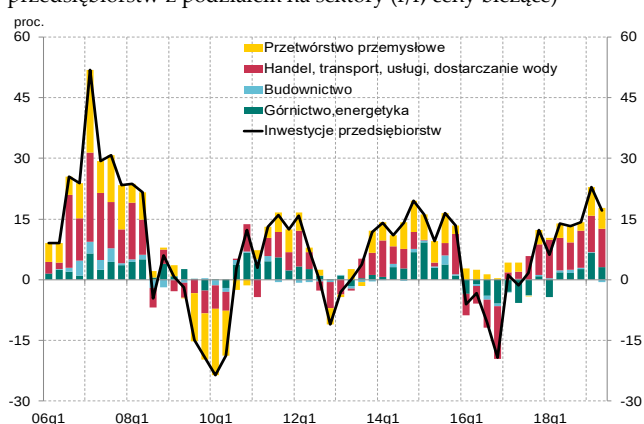
Dane o inwestycjach przedsiębiorstw ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe, prowadzane przez GUS (formularz F-01/I-01).

Wykres 2.11 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw (ogółem) i GUS (przemysł).

Wykres 2.12 Dynamika inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw z podziałem na sektory (r/r, ceny bieżące)



Źródło: dane GUS (formularz F-01/I-01), obliczenia NBP.

²⁷ Na większą skłonność do zakupu środków transportu mogły mieć wpływ nowe przepisy podatkowe obowiązujące od początku 2019 r. zrównujące limity odpisów podatkowych w przypadku zakupu i innych form finansowania samochodów osobowych wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa.

²⁸ Dane w ujęciu memoriałowym, opracowane przez NBP zgodnie z metodyką przedstawioną w publikacji *Statystyka sektora instytucji rządowych i samorządowych*, GUS, 2010 r.

m.in. z realizacją licznych projektów inwestycyjnych przed wyborami samorządowymi.

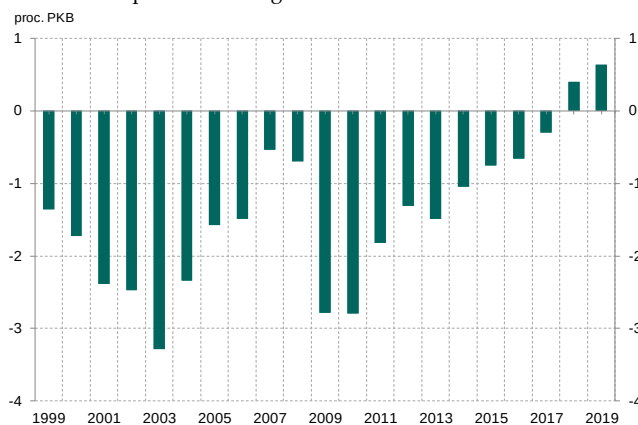
2.2.3 Sektor finansów publicznych

Bieżąca sytuacja finansów publicznych pozostaje bardzo dobra. W I półroczu 2019 r. sektor (w ujęciu ESA2010) odnotował nadwyżkę, która była większa niż w tym samym okresie ub.r. (0,6% wobec 0,4% PKB całorocznego por. Wykres 2.13). Dobremu wynikowi sektora sprzyjały korzystne uwarunkowania makroekonomiczne, w szczególności wysoki wzrost funduszu płac, które przełożyły się na wysokie tempo wzrostu wpływów podatkowych oraz wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne (w okresie styczeń-czerwiec 2019 r. wzrost odpowiednio o 11,6% r/r i 9,1% r/r, ESA2010). Pozwoliło to zrekompenzować wzrost wydatków związany z wypłatą tzw. trzynastej emerytury (ok. 0,5% PKB).

Jednocześnie w całym 2019 r. można spodziewać się pogorszenia wyniku sektora finansów publicznych. W kierunku obniżenia tego wyniku oddziaływać będzie realizacja pakietu fiskalnego (łącznie 1,1% PKB w 2019 r.), przedstawionego przez rząd w lutym 2019 r. Obok trzynastej emerytury, elementami tego pakietu jest m.in. rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus” na pierwsze dziecko oraz obniżenie podatku PIT²⁹. Wynik sektora będzie także obniżany przez zmiany mające na celu przeciwdziałanie wzrostom cen energii elektrycznej dla jej odbiorców (0,4% PKB).

Projekt³⁰ *Ustawy budżetowej na rok 2020*, przyjęty przez rząd pod koniec września br., przewiduje zrównoważenie dochodów i wydatków budżetu

Wykres 2.13. Wynik sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w I połowie każdego roku



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

Saldo sektora finansów publicznych jest odniesione do PKB w całym roku (PKB w 2019r. – szacunek MF).

²⁹ Zmiany te obejmują zwolnienie od sierpnia 2019 r. z PIT przychodów osób, które nie ukończyły 26 roku życia (zwolnienie ograniczone limitem kwotowym), a także obniżenie niższej stawki PIT z 18% do 17% wraz z podwyższeniem kosztów uzyskania przychodu (od października 2019 r.); por. ustawa z dnia 4 lipca 2019 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o świadczeniach rodzinnych oraz ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych (Dz.U. poz. 1394) oraz ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 1835).

³⁰ W związku z wyborami parlamentarnymi w październiku 2019 r. i tzw. zasadą dyskontynuacji prac Sejmu, można oczekiwać, że projekt ten nie zostanie uchwalony. Powołany po wyborach rząd skieruje nowy projekt *Ustawy budżetowej* do Sejmu – doświadczenie poprzednich lat wskazuje, że nastąpi to nie wcześniej, niż w listopadzie br.

państwa oraz poprawę wyniku sektora finansów publicznych (deficyt w ujęciu ESA2010 na poziomie 0,3% PKB), m.in. dzięki czynnikom o charakterze jednorazowym (1% PKB). Dotyczą one w szczególności wpływów FUS z jednorazowej opłaty przekształceniowej przy przeniesieniu aktywów z OFE na Indywidualne Konta Emerytalne. Opłata ta będzie w całości rejestrowana jako dochód sektora w 2020 r. w ujęciu metodologii unijnej.

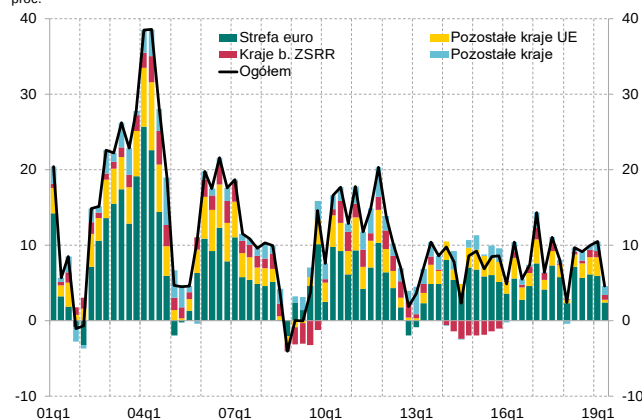
Oddziałujące w kierunku zwiększenia deficytu finansów publicznych zmiany w ramach pakietu fiskalnego (całoroczny efekt rozszerzenia programu „Rodzina 500 plus” i zmiany w PIT, łącznie 0,4% PKB) oraz wprowadzenie świadczenia uzupełniającego dla osób niepełnosprawnych (od jesieni 2019 r., 0,2% PKB) mają zostać w 2020 r. częściowo zrekompensowane podwyżkami akcyzy na wyroby tytoniowe i alkohol, likwidacją górnego limitu podstawy wymiaru składki emerytalnej i rentowej oraz zaprzestaniem przekazywania składek do OFE (łącznie 0,4% PKB).

2.2.4 Handel zagraniczny³¹

Utrzymujące się osłabienie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki przyczyniło się do wyraźnego obniżenia się dynamiki wartości eksportu w II kw. br.³². Jednocześnie – mimo nadal silnego popytu krajowego – obniżyła się także dynamika wartości importu i pozostała niższa od tempa wzrostu eksportu.

Obniżenie się dynamiki eksportu (do 4,6% r/r wobec 10,5% r/r w I kw. br.) dotyczyło wszystkich grup krajów, w tym najsilniej strefy euro i pozostałych krajów Unii Europejskiej (Wykres

Wykres 2.14 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r) proc.



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³¹ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące nominalnej wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych umożliwiających dekompozycję wartości według rodzajów usług i krajów przeznaczenia.

³² Dane za lipiec i sierpień 2019 r. wskazują na dalsze obniżanie się dynamiki wymiany handlowej w III kw. br. Dynamika wartości eksportu w okresie lipiec-sierpień 2019 r. względem analogicznego okresu w roku ubiegłym wyniosła 2,4% r/r, a dynamika wartości importu 0,1% r/r.

2.14). Jednocześnie dynamika eksportu do krajów spoza tego regionu – pomimo spowolnienia – ukształtowała się na relatywnie wysokim poziomie (była zbliżona do 10% r/r). Do spowolnienia wzrostu eksportu przyczyniło się w największym stopniu obniżenie dynamiki sprzedaży zagranicznej dóbr pośrednich. Jest to związane z utrzymywaniem się niekorzystnej koniunktury w przemyśle wielu partnerów handlowych Polski. Jednocześnie spowolnił także wzrost eksportu dóbr konsumpcyjnych oraz inwestycyjnych, co może wskazywać, że dekonunktura w światowym przemyśle zaczyna wywierać negatywny wpływ na pozostałe sektory³³.

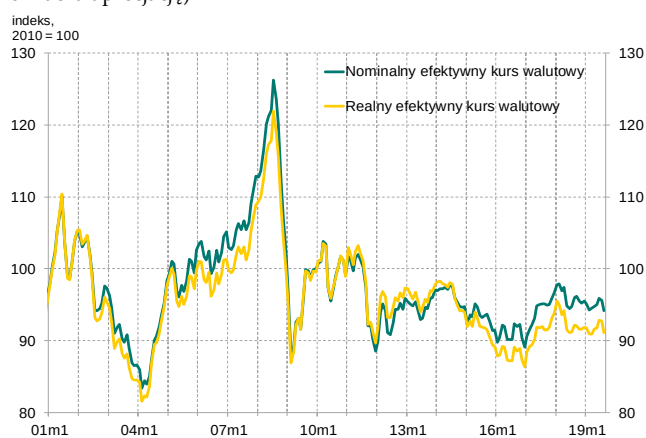
Spowolnieniu dynamiki eksportu w II kw. towarzyszył relatywnie stabilny kurs złotego (Wykres 2.15). W efekcie odsetek przedsiębiorców informujących o nieopłacalnym eksporcie utrzymał się na historycznie niskim poziomie. Kurs złotego nie stanowił również bariery dla opłacalności importu³⁴.

W II kw. br. dynamika wartości importu obniżyła się względem I kw. ub.r. (do 3,7% r/r z 7,2% r/r; Wykres 2.16). Przyczyniło się do tego przede wszystkim wyhamowanie wzrostu importu dóbr pośrednich, które mogło wynikać z obniżenia się dynamiki eksportu charakteryzującego się wysoką importochłonnością. Ograniczająco na skalę spowolnienia importu oddziaływał natomiast nadal silny popyt konsumpcyjny w kraju, przekładający się na stabilnie rosnący import dóbr konsumpcyjnych.

2.2.5 Produkcja

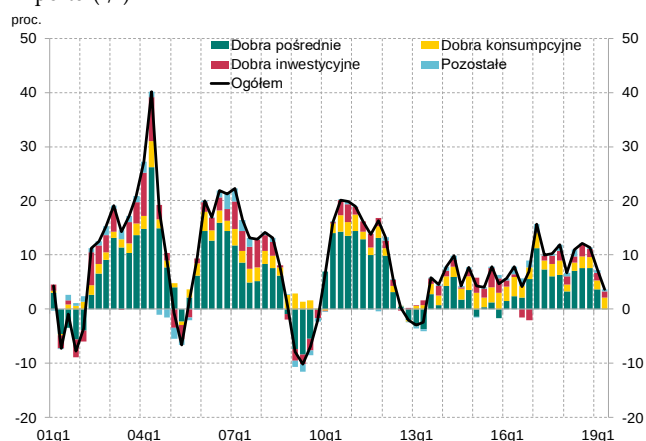
Dynamika wartości dodanej w II kw. br. ponownie nieco się obniżyła, do czego przyczyniło się spowolnienie wzrostu produkcji w przemyśle i budownictwie (Wykres 2.17). Ograniczająco na skalę spadku dynamiki wartości dodanej

Wykres 2.15 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

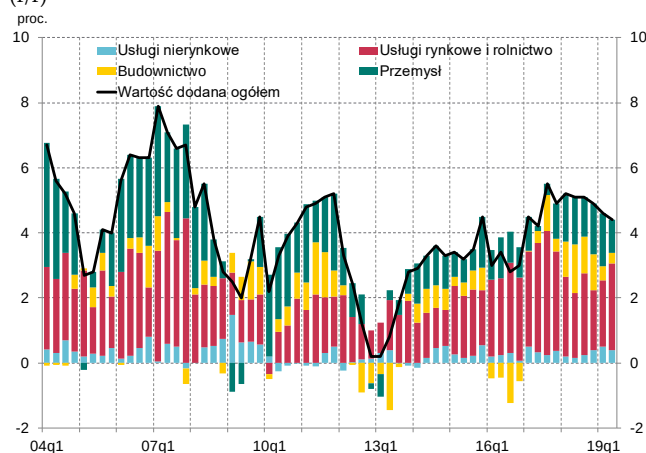
Wykres 2.16 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

Wykres 2.17 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³³ Z kolei w kierunku wzrostu dynamiki eksportu oddziaływało spowolnienie spadku eksportu samochodów osobowych.

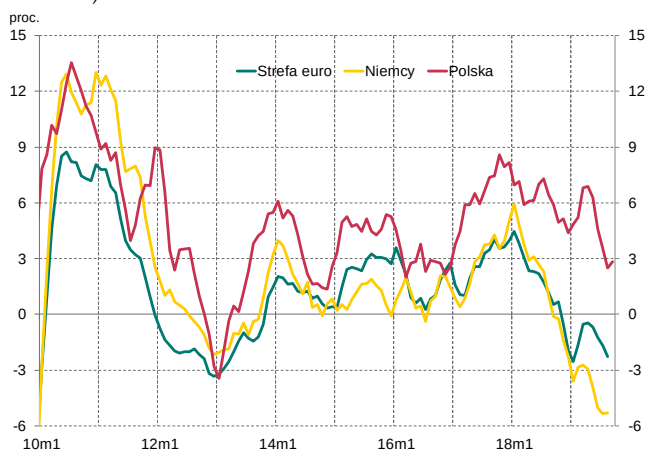
³⁴ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, lipiec 2019 r.

oddziaływał natomiast jej wzrost w usługach, a w szczególności w handlu.

Dynamika produkcji w przemyśle obniżyła się zarówno w II kw., jak i III kw. (do odpowiednio 4,2% i 3,3% r/r z 6,1% w I kw.). W kierunku spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej oddziaływało osłabienie popytu na polskie produkty ze strony krajów Unii Europejskiej (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*) w warunkach pogorszenia koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, a zwłaszcza w Niemczech (Wykres 2.18). Negatywnie na produkcję niektórych gałęzi przemysłu wpłynął także prawdopodobnie spadek dynamiki produkcji w budownictwie³⁵. Równocześnie skalę spowolnienia w przemyśle ograniczał nadal silny popyt wewnętrzny.

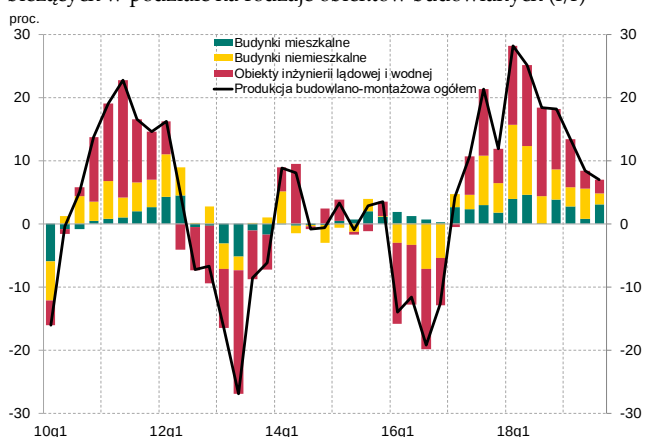
W II kw. i III kw. spowalniał także wzrost aktywności w budownictwie (do odpowiednio 7,8% i 5,7% r/r z 9,9% r/r w I kw.; Wykres 2.19). Dynamika produkcji obniżyła się przede wszystkim w budownictwie infrastrukturalnym, w szczególności drogowym i energetycznym, co było związane z wolniejszym wzrostem absorpcji środków unijnych. Wolniejszy niż przed rokiem był także wzrost aktywności w budownictwie komercyjnym, mimo utrzymującej się relatywnie wysokiej dynamiki produkcji w budownictwie handlowym i przemysłowym, czemu sprzyjał dynamiczny wzrost nakładów inwestycyjnych firm na budynki i budowle występujący w warunkach wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych i korzystnej koniunktury gospodarczej. Relatywnie szybki średni wzrost produkcji – mimo znacznych wahań kwartalnych – zanotowano w II i III kw. także w budownictwie mieszkaniowym. Sprzyjała temu bardzo dobra sytuacja pracowników na rynku pracy oraz stabilne i – w ujęciu historycznym – relatywnie

Wykres 2.18 Dynamika produkcji przemysłowej w strefie euro, Niemczech i Polsce (r/r, dane odsezonowane, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane Eurostat i GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.19 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w cenach bieżących w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³⁵ Do gałęzi przemysłu, które dostarczają istotną część swojej produkcji do sektora budowlanego należy produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych, produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych i – w mniejszym stopniu – produkcja wyrobów metalowych gotowych.

niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

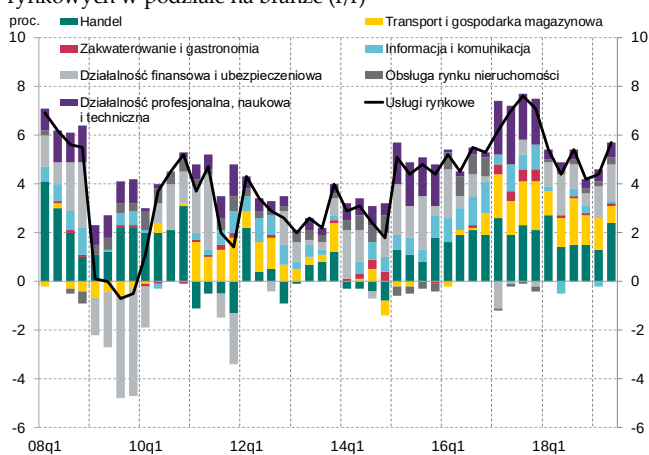
Z kolei w usługach rynkowych dynamika wartości dodanej w II kw. br. była wyższa niż w I kw. (Wykres 2.20). Wyraźnie przyspieszył wzrost aktywności w handlu (z 3,1% r/r do 6,9% r/r), czemu sprzyjał wzrost dochodów do dyspozycji w związku z wypłatami świadczeń w ramach programu „Emerytura plus”, a także późniejszy niż przed rokiem termin Świąt Wielkanocnych. Dobra koniunktura utrzymuje się również w działalności finansowej i ubezpieczeniowej. W kierunku spowolnienia wzrostu aktywności w usługach oddziaływał z kolei wyraźny spadek dynamiki wartości dodanej w transporcie, co było prawdopodobnie związane ze spadkiem dynamiki obrotów w handlu zagranicznym. W III kw. wzrost aktywności w handlu – i w efekcie w całym sektorze usług – prawdopodobnie nieco spowolnił, na co wskazuje niższa dynamika sprzedaży detalicznej³⁶.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się relatywnie dobra sytuacja finansowa, choć w II kw. br. wynik na sprzedaży firm był nieco niższy niż w analogicznym okresie 2018 r. (spadek o 2,8% r/r). Jednocześnie ze względu na silny wzrost wyniku na operacjach finansowych – które jednak po części były efektem aktualizacji wyceny i sprzedaży aktywów przez firmy sektora energetycznego – wynik finansowy brutto sektora wyraźnie się zwiększył (Wykres 2.21). Sytuacja finansowa firm pozostała w dalszym ciągu zróżnicowana pomiędzy branżami.

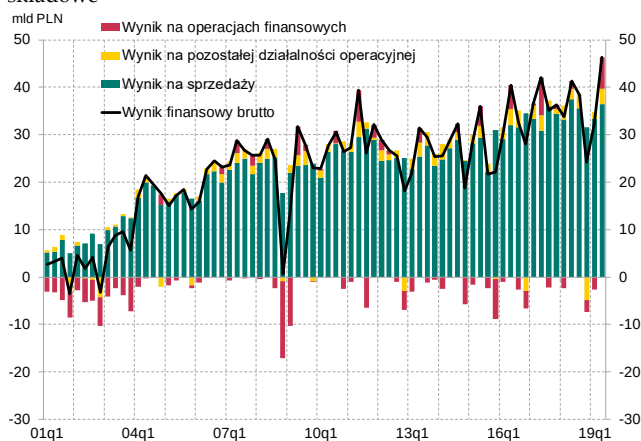
W II kw. br. roczna dynamika przychodów ogółem wzrosła, co wynikało przede wszystkim z przyspieszenia wzrostu sprzedaży krajowej. Z kolei dynamika kosztów ogółem nieznacznie

Wykres 2.20 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.21 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe, przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

³⁶ Dynamika sprzedaży detalicznej w III kw. wyniosła średnio 4,8% r/r wobec 7,1% w II kw. br.

spadła, głównie wskutek niższego tempa wzrostu kosztów surowców i materiałów. Jednocześnie dynamika kosztów sprzedaży – wobec utrzymującego się wzrostu wynagrodzeń – pozostała wyższa od dynamiki sprzedaży. W efekcie wynik na sprzedaży nieznacznie spadł w porównaniu z II kw. 2018 r.

Na relatywnie dobrą sytuację w sektorze przedsiębiorstw w II kw. wskazuje także utrzymująca się na korzystnych poziomach rentowność zarówno sprzedaży, jak i obrotu netto (Tabela 2.3). Pozytywnym sygnałem jest także wyższy niż przed rokiem udział firm rentownych wynikający w znacznej mierze z poprawy rentowności wśród przedsiębiorstw notujących wcześniej jej niski poziom.

Także sytuacja płynnościowa sektora pozostaje dobra. Spadek wskaźnika płynności I stopnia w II kw. br. w ujęciu rocznym wynika w znacznej mierze z jego obniżenia się w największych przedsiębiorstwach energetycznych i górniczych, które charakteryzują się jednak nadal relatywnie wysoką płynnością.

2.4 Rynek pracy

Korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia. Jednocześnie jego dynamika obniża się, co jest związane zarówno z pewnym osłabieniem popytu na pracę, jak i z ograniczeniami po stronie podaży pracy (Wykres 2.22).

Dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw i liczbie pracujących w gospodarce narodowej wskazują, że – mimo pewnego obniżenia – dynamika zatrudnienia pozostaje relatywnie wysoka (wynosi odpowiednio 2,6% r/r we wrześniu i 2,4% r/r w II kw. br.). Dane ankietowe BAEL sygnalizują natomiast, że liczba pracujących

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

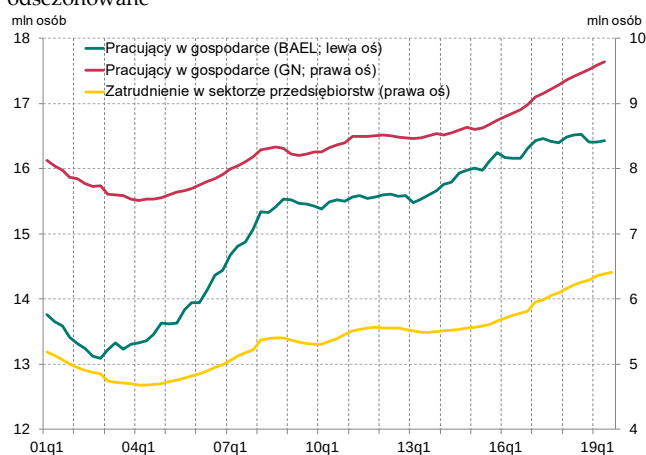
	2018				2019	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,8	5,1	4,7	3,9	4,5	4,6
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,9	4,6	4,2	2,2	3,4	4,8
Udział firm rentownych	75,6	75,3	74,9	74,5	76,3	75,8
Wskaźnik płynności I stopnia	37,0	36,1	34,8	36,2	34,7	34,6

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe, przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Udział firm rentownych – dane odsezonowane.

Wykres 2.22 Liczba pracujących i zatrudnionych, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Pracujący w gospodarce (BAEL) to szacowana na podstawie badań ankietowych ludność liczba osób wykonujących lub posiadających pracę, bez względu na rodzaj stosunku pracy. Dane nie uwzględniają imigracji czasowej. Pracujący w gospodarce narodowej (GN) to z kolei raportowana przez przedsiębiorstwa liczba osób wykonujących pracę na koniec okresu sprawozdawczego. Dane te nie obejmują m.in. podmiotów o liczbie pracujących do 9 osób, rolników indywidualnych, osób pomagających nieodpłatnie w rodzinnej działalności gospodarczej oraz pracujących na umowy cywilnoprawne. Dane o przeciętnym zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw nie obejmują dodatkowo sektora publicznego oraz osób prowadzących działalność gospodarczą.

nieznacznie się obniża (spadek o 0,5% r/r w II kw. br.)³⁷.

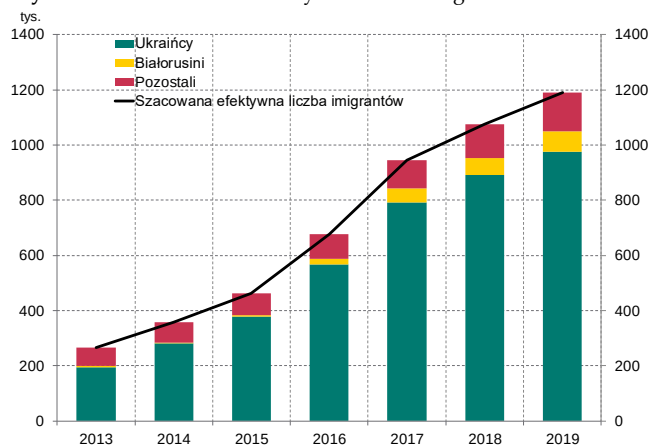
W kierunku wolniejszego wzrostu zatrudnienia oddziałuje pewne obniżenie – wciąż jeszcze wysokiego – zapotrzebowania firm na pracowników, na co wskazuje spadek liczby nowoutworzonych miejsc pracy (o 12,6% r/r w II kw.) oraz liczby ofert pracy³⁸.

Ograniczająco na dynamikę zatrudnienia oddziałuje także obniżająca się liczba osób aktywnych zawodowo według BAEL (o 0,9% r/r w II kw. 2019 r.). Spadek ten wynikał ze zmniejszania się populacji w wieku produkcyjnym (15-64 lata; o 1,5% r/r w II kw.), którego nie równoważy stopniowy wzrost aktywności zawodowej w tej grupie wiekowej. Dane BAEL nie uwzględniają jednak czasowych pracowników z zagranicy, których liczba nadal rośnie i jest obecnie szacowana na około 1,2 mln osób, w tym około 1 mln Ukraińców (Wykres 2.23).

W warunkach wzrostu zatrudnienia i spadku podaży pracy stopa bezrobocia – już wcześniej kształtująca się na bardzo niskim poziomie – ponownie się obniżyła (Wykres 2.24). W tej sytuacji wiele przedsiębiorstw nadal sygnalizuje trudności ze znalezieniem pracowników. W ostatnich kwartałach skala tych trudności nieco się jednak zmniejszyła – odsetek firm wskazujących brak kadr jako barierę rozwoju spadł z około 10% do około 7%³⁹.

Nieznacznie obniżył się również odsetek przedsiębiorstw sygnalizujących presję płacową⁴⁰ – pozycja pracowników w negocjacjach płacowych pozostaje jednak silna. W efekcie dynamika wynagrodzeń nominalnych w gospodarce

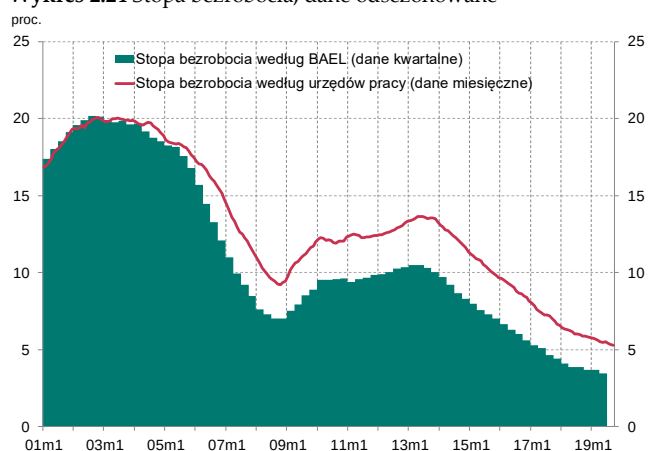
Wykres 2.23 Szacunkowa efektywna liczba imigrantów w Polsce



Źródło: dane MSZ, MRPiPS, UdSC i ZUS, obliczenia NBP.

Szacunki na podstawie liczby wydanych wiz do pracy i działalności gospodarczej, Kart Polaka, zezwoleń na pobyt stały, czasowy i rezydenta długoterminowego UE, oświadczeń o powierzeniu pracy cudzoziemcowi, oraz liczby cudzoziemców zgłoszonych do ubezpieczenia emerytalno-rentowego w ZUS. Ze względu na czasowy charakter pracy imigrantów z Ukrainy i Białorusi w Polsce, założono że przeciętny imigrant z tych krajów pracuje w Polsce około 7 miesięcy w roku.

Wykres 2.24 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane odsezonowane i skorygowane przez NBP o wpływ zmiany metodologii GUS w 2012 r. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego.

³⁷ Rozbieżność między dynamiką zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i gospodarce narodowej a dynamiką pracujących według BAEL może częściowo wynikać z nieuwzględnienia w tych ostatnich danych czasowych pracowników z zagranicy, obniżającej się liczby pracujących w rolnictwie oraz przechodzenia pracowników z mniej na bardziej sformalizowane formy zatrudnienia (z nieformalnej pomocy w rodzinnych firmach i umów cywilnoprawnych na umowy o pracę).

³⁸ Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w internecie obniżył się we wrześniu br. o 9,7% r/r, a liczba zgłoszonych w ciągu miesiąca ofert pracy w urzędach pracy spadła we wrześniu o 6,7% r/r.

³⁹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019 r.

⁴⁰ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019 r.

utrzymuje się na stabilnym i relatywnie wysokim poziomie (w II kw. br. wyniosła 7,0% r/r; Wykres 2.25)⁴¹. W dalszym ciągu rosną także płace realne, choć – wobec pewnego wzrostu inflacji – ich dynamika obniżyła się.

W warunkach jedynie nieznacznego obniżenia się dynamiki liczby pracujących i tempa wzrostu PKB dynamika wydajności pracy w II kw. br. nie zmieniła się istotnie w stosunku do poprzedniego kwartału i pozostaje wysoka. W rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy jest nadal umiarkowana (w II kw. br. wyniosła 1,9% r/r wobec 1,8% w I kw.; Wykres 2.26).

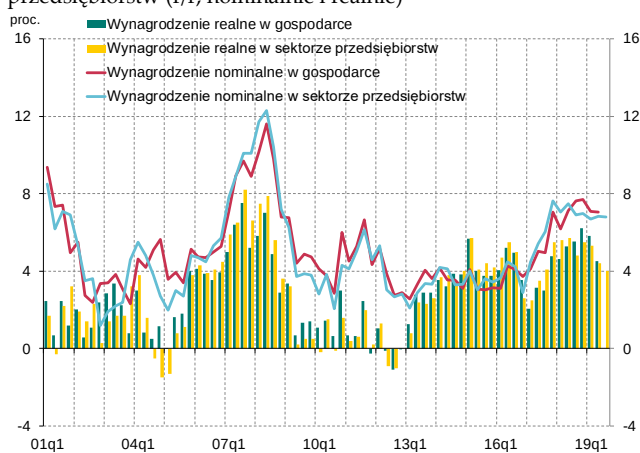
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych w przyszłości nie zmieniły się istotnie od początku br. i nadal wskazują na stabilizację stóp procentowych NBP w najbliższych kwartałach (Wykres 2.27). Jest to związane z utrzymywaniem się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej w pobliżu celu inflacyjnego NBP, oczekiwanym przez uczestników rynku dalszym luzowaniem polityki pieniężnej głównych banków centralnych, a także obawami o wpływ spowolnienia w światowej gospodarce na koniunkturę w Polsce (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*, rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą* i rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

2.5.1 Rynki finansowe

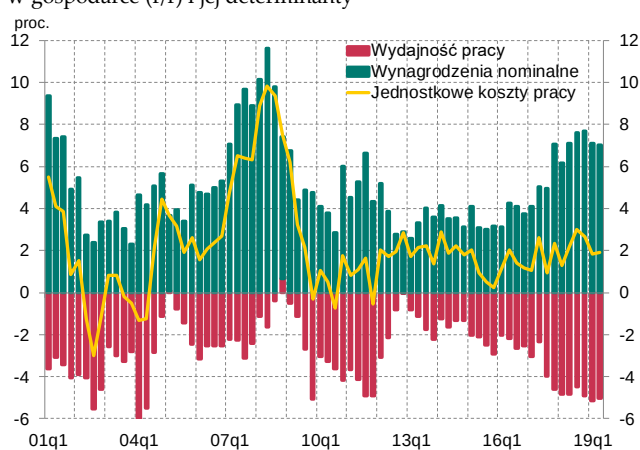
W warunkach łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne na świecie oraz spadku rentowności obligacji gospodarek rozwiniętych rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach obniżyły się (Wykres 2.28; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Spadkom

Wykres 2.25 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (r/r; nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

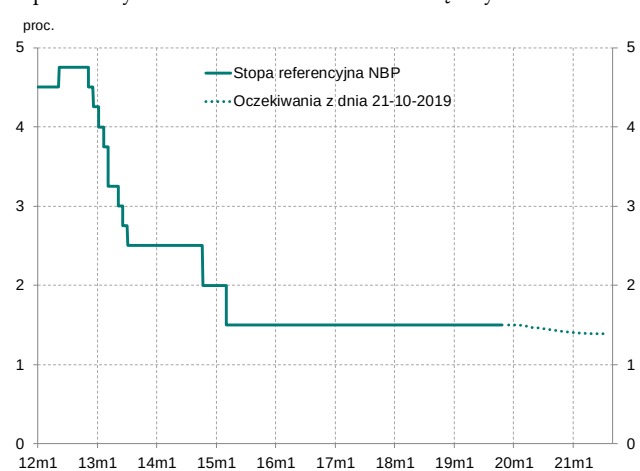
Wykres 2.26 Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (r/r) i jej determinanty



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy zostały zdefiniowane jako wynagrodzenie nominalne w gospodarce narodowej podzielone przez wydajność pracy, która jest z kolei zdefiniowana jako PKB na pracującego według BAEL. Wzrost wydajności pracy jest zatem czynnikiem obniżającym dynamikę jednostkowych kosztów pracy, stąd na wykresie przyjmuje ujemne wartości.

Wykres 2.27 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

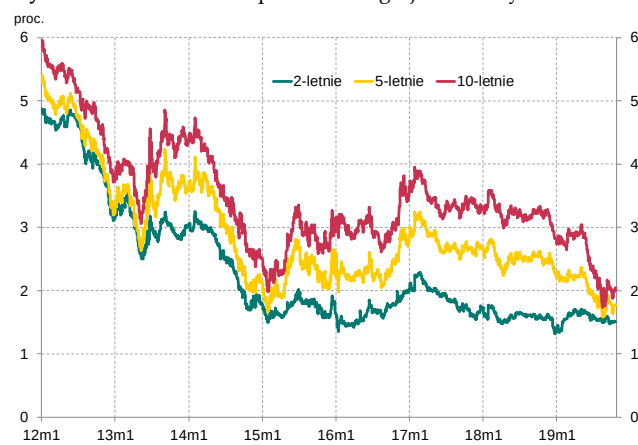
⁴¹ W III kw. br. w sektorze przedsiębiorstw dynamika wynagrodzeń wyniosła 6,8% r/r wobec 6,9% w II kw. br.

rentowności polskich obligacji skarbowych sprzyjała także ich relatywnie niska podaż na rynku pierwotnym. W efekcie rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w sierpniu br. osiągnęła najniższy poziom w historii (1,73%). Rentowności polskich obligacji są też niższe niż w większości gospodarek wschodzących, co odzwierciedla korzystną ocenę sytuacji fundamentalnej polskiej gospodarki przez inwestorów, w tym brak istotnych nierównowag makroekonomicznych.

Na polskiej giełdzie papierów wartościowych utrzymywała się w ostatnich miesiącach podwyższona zmienność cen akcji, które w I połowie października br. ukształtowały się na poziomie nieco niższym od notowanego w czerwcu (Wykres 2.29). Na wartość głównych indeksów polskiej giełdy – oprócz obaw o pogorszenie globalnej koniunktury – negatywnie oddziaływała m.in. niepewność związana z kwestią przewalutowania kredytów walutowych znajdujących się w aktywach polskich banków – indeks WIG-banki w I połowie października br. był na poziomie 11,5% niższym niż w czerwcu. W efekcie wartość indeksu WIG obniżyła się pomimo utrzymującego się relatywnie silnego wzrostu gospodarczego w Polsce.

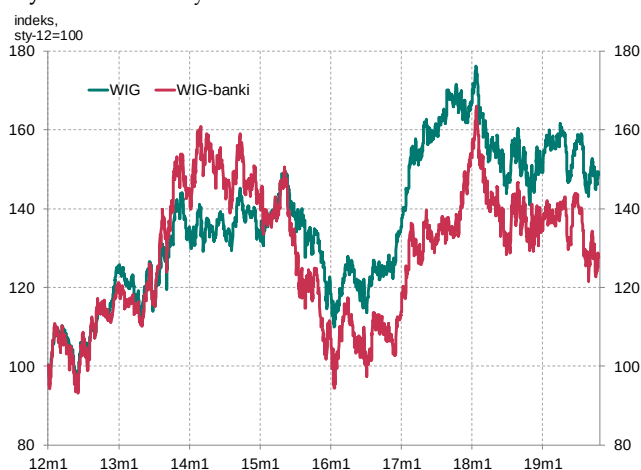
Po nieznacznym osłabieniu w sierpniu i wrześniu br. kurs złotego wobec głównych walut obcych w październiku powrócił do poziomów notowanych w I połowie roku (Wykres 2.30). Stabilny kurs złotego świadczy o odporności polskiej waluty na zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych, czemu sprzyja relatywnie szybki i zrównoważony wzrost polskiej gospodarki.

Wykres 2.28 Rentowności polskich obligacji skarbowych



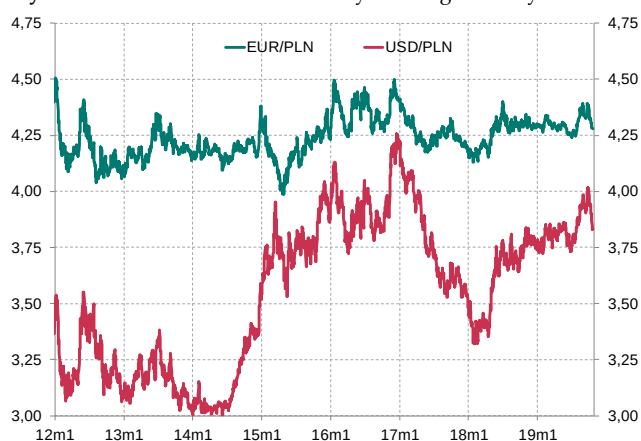
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.29 Indeksy WIG i WIG-banki



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.30 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

2.5.2 Rynek nieruchomości⁴²

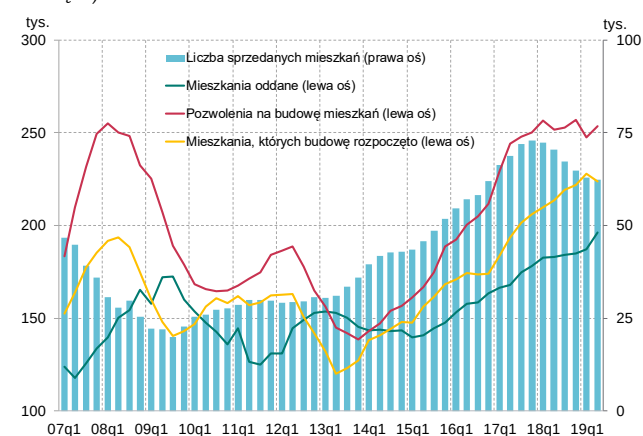
Na rynku mieszkaniowym utrzymuje się wysoka aktywność. Liczba sprzedanych mieszkań – mimo dalszego nieznacznego spadku w II kw. br. – pozostaje relatywnie wysoka (Wykres 2.31).

Popyt na mieszkania jest wspierany przez bardzo dobrą sytuację pracowników na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) oraz stabilne i umiarkowane oprocentowanie kredytów hipotecznych. W II kw. br. relatywnie wysokiemu popytowi na mieszkania towarzyszył dalszy wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania oraz – po spadku w I kw. br. – wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę mieszkań⁴³. Z kolei liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, zmniejszyła się nieznacznie. W tych warunkach mieszkania były nabywane na coraz wcześniejszych etapach inwestycji.

Jednocześnie zwiększanie podaży mieszkań jest utrudnione ze względu na rosnące koszty materiałów oraz wzrost wynagrodzeń i problem z dostępnością pracowników w sektorze budowlanym. Ponadto wysoki popyt na grunty budowlane w całym sektorze budownictwa⁴⁴ przyczynił się do znacznego wzrostu ich cen. Wysokiej aktywności na rynku mieszkaniowym towarzyszył w rezultacie wyraźny wzrost ofertowych i transakcyjnych cen mieszkań, zarówno na rynku pierwotnym (odpowiednio 9,9% i 10,5% r/r⁴⁵), jak i wtórnym (odpowiednio 12,1% i 8,2% r/r; Wykres 2.32).

Na rynku nieruchomości biurowych w II kw. br. utrzymywała się wysoka podaż, czemu sprzyjały wyższe stopy zwrotów z inwestycji w tego typu

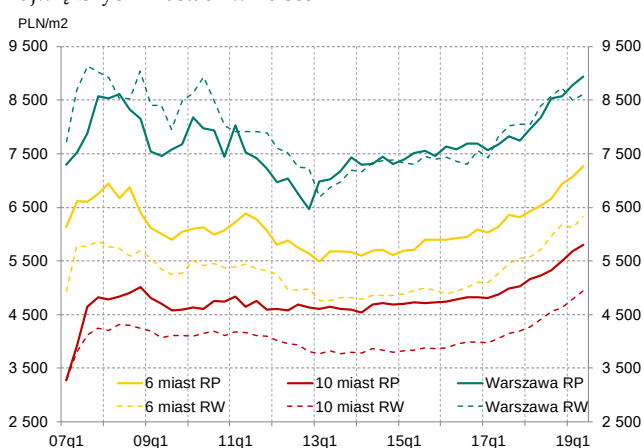
Wykres 2.31 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, REAS, obliczenia NBP.

Dane o sprzedaży mieszkań obejmują 6 największych rynków w Polsce (Warszawę, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań i Łódź).

Wykres 2.32 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie ogółem. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

⁴² Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2019 r.* NBP, wrzesień 2019 r.

⁴³ Zgodnie z danymi GUS, w II kw. 2019 r. liczba rozpoczętych budów wyniosła ok. 61,5 tys., tj. zmniejszyła się 6,4% r/r, oddano do użytkowania ok. 47,3 tys. mieszkań, tj. o 24,5% więcej r/r, oraz uzyskano pozwolenia na budowę ok. 71,5 tys. mieszkań, tj. o 8,5% więcej r/r.

⁴⁴ Budownictwo mieszkaniowe i komercyjne stanowią każde około 25%, a obiekty inżynierii lądowej i wodnej około 50% całego sektora.

⁴⁵ Średnia cena mieszkania (zł/m²) w 17 miastach wojewódzkich: Białymstoku, Bydgoszczy, Gdańsku, Gdyni, Katowicach, Kielcach, Krakowie, Lublinie, Łodzi, Olsztynie, Opole, Poznaniu, Rzeszowie, Szczecinie, Wrocławiu, Zielonej Górze i Warszawie.

nieruchomości w Polsce niż za granicą, a także wysoka dostępność finansowania wynikająca z bardzo niskich stóp procentowych za granicą, w tym w strefie euro (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Jednocześnie, wobec utrzymania się wysokiego popytu na wynajem nieruchomości biurowych, stopa pustostanów⁴⁶ w dużych miastach nieznacznie spadła. Z kolei w segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w II kw. br. odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni, co może oznaczać, że inwestorzy uważają rynek za nasycony. Przemawia za tym także pojawienie się projektów przekształcających istniejące centra handlowe w centra handlowo-rozrywkowe.

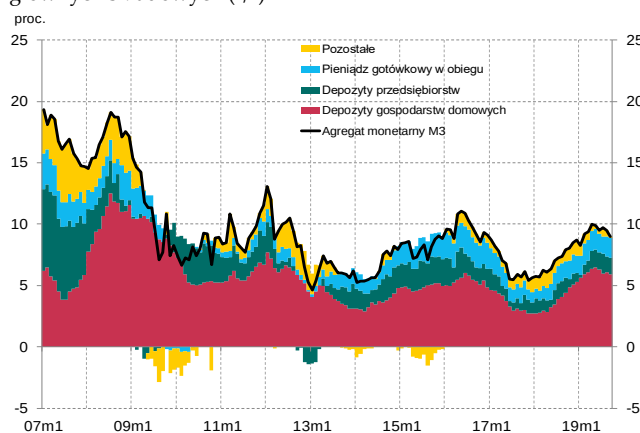
2.6 Pieniądz i kredyt

W III kw. br. dynamika szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce spowolniła (do 9,4% r/r z 9,8% r/r w II kw. br.), do czego przyczynił się wolniejszy przyrost depozytów gospodarstw domowych (Wykres 2.33)⁴⁷.

Spowolnienie wzrostu szerokiego pieniądza wynikało głównie z obniżenia zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego. Natomiast głównym czynnikiem wzrostu stanu M3 w III kw. był w dalszym ciągu wzrost kredytów dla sektora niefinansowego. Od kilku kwartałów dynamika kredytu pozostaje zbliżona do dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.34). W konsekwencji relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów w odniesieniu do PKB utrzymuje się na stabilnym poziomie i na koniec III kw. br. wyniosła 51,6%.

Głównym źródłem wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego w III kw. pozostał wzrost kredytów dla gospodarstw domowych. Dynamika tych kredytów w III kw. br. ponownie nieco się zwiększyła (6,5% r/r wobec 6,2% r/r w II kw.);

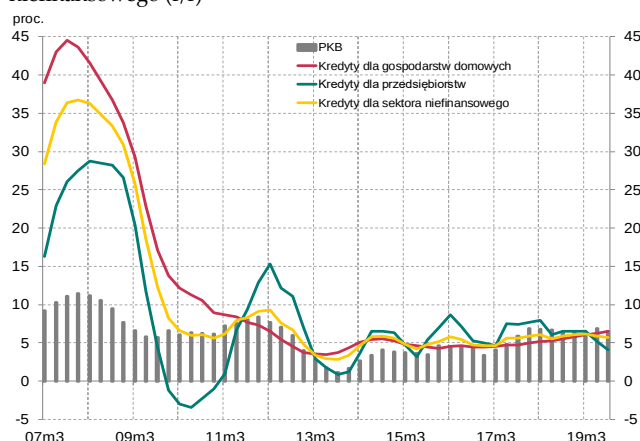
Wykres 2.33 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

Wykres 2.34 Dynamika nominalnego PKB i kredytów dla sektora niefinansowego (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kredyty – kredyty i inne należności, roczne tempo wzrostu, średnia ruchoma z trzech miesięcy.

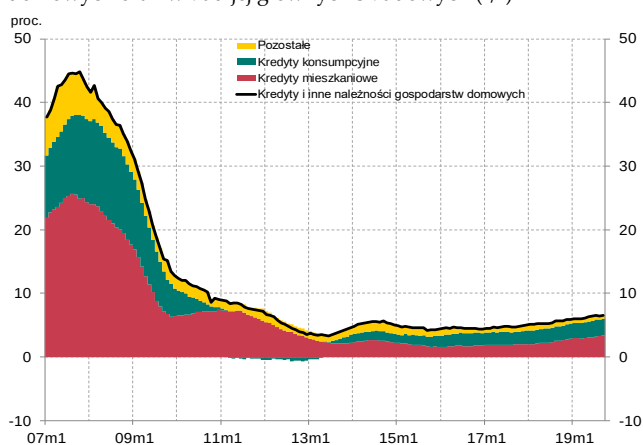
⁴⁶ Stopa pustostanów to udział powierzchni niewynajętej w całej powierzchni przeznaczonej do wynajmu.

⁴⁷ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym uśredniona z trzech miesięcy w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

Wykres 2.35), na co złożyło się zarówno przyspieszenie wzrostu kredytów mieszkaniowych (do 5,7% r/r z 5,3% r/r w II kw. br.), jak i utrzymanie wysokiej dynamiki kredytów konsumpcyjnych (10,0% r/r wobec 9,6% r/r w II kw. br.). Przyrost kredytów mieszkaniowych ogółem – przy dalszym obniżaniu się wartości portfela walutowych kredytów mieszkaniowych (-7,9% r/r) – wynikał z utrzymującego się wzrostu kredytów złotych (o 12% r/r). Przyrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyjały m.in. stabilne stopy procentowe oraz korzystna sytuacja na rynku pracy. Natomiast ograniczająco na dynamikę tych kredytów w III kw. br. oddziaływało zaostrenie kryteriów i niektórych warunków udzielania kredytów konsumpcyjnych (m.in. podniesienie marży kredytowej) oraz kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych⁴⁸.

Wzrost kredytów dla sektora niefinansowego wynikał także częściowo z przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw, przy czym w III kw. br. dynamika tych kredytów obniżyła się (do 4,1% r/r z 5,2% r/r; Wykres 2.36), co wynikało ze spowolniania wzrostu kredytów bieżących (6,7% r/r wobec 9,1% r/r w II kw. br.). Natomiast dynamika kredytów inwestycyjnych wzrosła (4,5% r/r wobec 3,7% r/r w II kw. br.). Przyspieszeniu wzrostu kredytów inwestycyjnych sprzyjało obserwowane od początku br. ożywienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Tempo wzrostu kredytu dla przedsiębiorstw było natomiast ograniczane przez niewielki popyt ze strony firm, odzwierciedlony w niskim odsetku przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt⁴⁹, a także zaostrenie kryteriów udzielania kredytów, przede wszystkim w segmencie kredytów krótkoterminowych dla małych i średnich przedsiębiorstw.

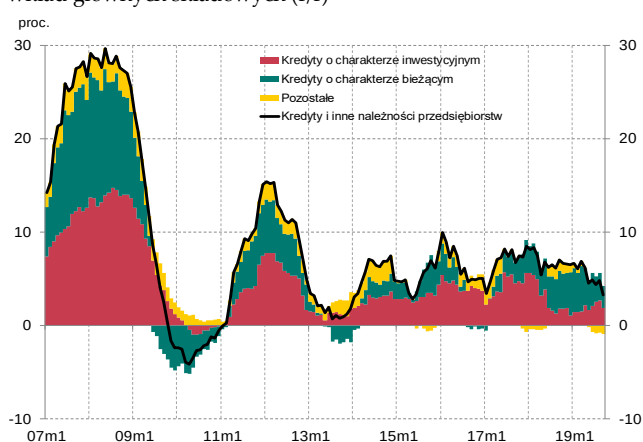
Wykres 2.35 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych, kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych oraz rolników indywidualnych oraz inne należności.

Wykres 2.36 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria Kredyty o charakterze inwestycyjnym obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii „Pozostałe” zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

⁴⁸ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2019 r., NBP, listopad 2019 r.

⁴⁹ Jedynie ok. 17% przedsiębiorstw ubiega się o kredyt bankowy. Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, Nr 04/19, NBP, październik 2019 r.

2.7 Bilans płatniczy

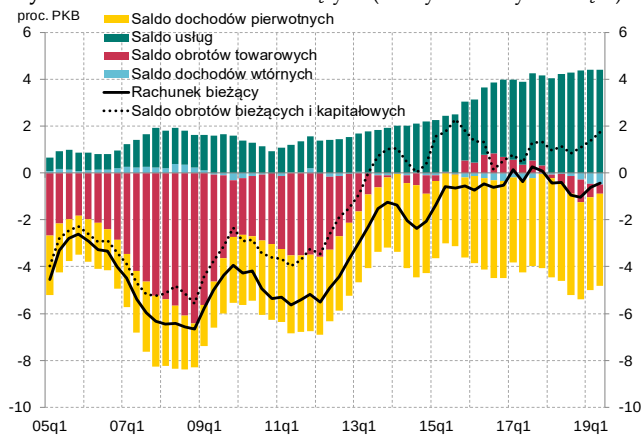
W II kw. br. saldo na rachunku obrotów bieżących pozostało dodatnie i było wyższe niż przed rokiem. Przełożyło się to na dalszą poprawę salda w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco, które wzrosło do -0,4% PKB (wobec -0,6% PKB w I kw. br.; Wykres 2.37)⁵⁰. Poprawa salda wynikała przede wszystkim z utrzymującego się w II kw. br. dodatniego salda obrotów towarowych.

Pomimo spowolnienia w handlu zagranicznym odnotowanego w II kw. br. (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*) dynamika eksportu – podobnie jak w I kw. br. – przewyższała dynamikę importu, co oddziaływało w kierunku poprawy salda obrotów towarowych. Z kolei nadwyżka w handlu usługami utrzymywała się na rekordowo wysokim poziomie. Saldo dochodów pierwotnych pozostało znacząco ujemne ze względu na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym była wyższa niż w I kw. br. i wyniosła 2,2% PKB, co wraz z poprawą salda rachunku bieżącego spowodowało wzrost łącznego salda do 1,7% PKB (z 1,4% PKB w I kw. br.)

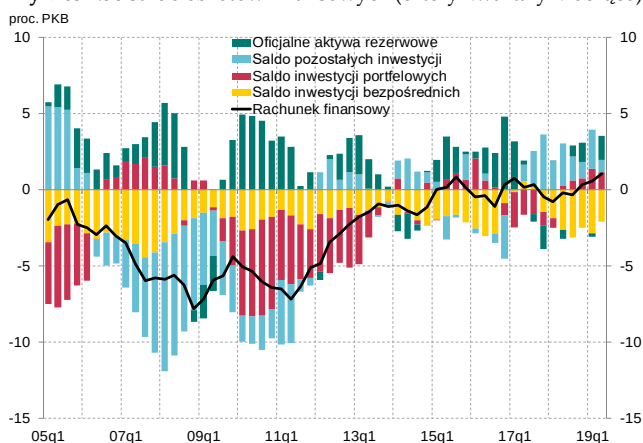
W II kw. br. także saldo na rachunku finansowym było dodatnie i wyraźnie wyższe niż przed rokiem, co przełożyło się na jego poprawę w ujęciu czterech kwartałów krocząco (wzrosło do 1,1% wobec 0,6% PKB w I kw. br.; Wykres 2.38). Na poprawę salda na tym rachunkułożyło się istotne zwiększenie oficjalnych aktywów rezerwowych oraz zmniejszenie się zaangażowania bezpośrednich inwestorów zagranicznych w Polsce. Skale inwestycji w Polsce ograniczyli także inwestorzy portfelowi, choć nie tak silnie jak przed rokiem, co działało w kierunku obniżenia salda inwestycji portfelowych. Pogorszenie tego salda wraz z obniżeniem salda pozostałych inwestycji –

Wykres 2.37 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.38 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski).

⁵⁰ Dane o bilansie płatniczym są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

związanym głównie ze zmniejszeniem stanu rachunków bieżących i lokat polskiego sektora bankowego za granicą – oddziaływało ograniczająco na skalę poprawy salda na rachunku finansowym.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki. W ostatnich kilku kwartałach obniżało się zadłużenie zagraniczne Polski w relacji do PKB i poprawiała się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski (Tabela 2.4).

Tabela 2.4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2017				2018				2019	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	0,2	-0,4	0,3	0,1	-0,4	-0,4	-0,9	-1,0	-0,6	-0,4
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	0,8	0,4	1,3	1,3	0,9	1,1	0,8	1,1	1,4	1,7
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	4,0	3,9	4,2	4,1	3,9	3,8	3,5	3,4	3,8	4,0
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,7	5,2	5,0	4,7	4,8	4,7	4,7	4,8	4,7	4,7
Zadłużenie zagr./PKB	72	71	69	67	67	67	65	64	62	60
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-62	-63	-62	-61	-59	-57	-57	-56	-55	-53
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku plus prognozowane saldo obrotów bieżących	113	109	98	100	103	100	99	112	105	101
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	116	112	103	106	107	103	99	112	108	105

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2019 r.

Na posiedzeniach w okresie od lipca do listopada 2019 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do października br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej zostanie opublikowany 21 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lipca 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie. Nastroje w sektorze przemysłowym są nadal słabe i obniżają się obroty w handlu międzynarodowym. Jednocześnie, choć sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, to napływające informacje wskazują na jej możliwe pogorszenie w kolejnych miesiącach. Towarzyszy temu podwyższona niepewność dotycząca kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach, wynikająca częściowo z dalszych możliwych zmian w polityce handlowej głównych gospodarek.

Członkowie Rady zaznaczali, że w strefie euro utrzymuje się obniżona dynamika aktywności gospodarczej. Zwracano uwagę na osłabioną koniunkturę w przemyśle tej strefy, podkreślając, że produkcja przemysłowa w Niemczech obniżyła się w ostatnim okresie. Towarzyszy temu nadal dobra sytuacja w sektorze usług. Część członków Rady oceniała jednak, że utrzymująca się dekonunktura w przemyśle może z czasem wpłynąć negatywnie na nastroje gospodarstw

domowych i oddziaływać w kierunku osłabienia aktywności w usługach. Podkreślano, że według dostępnych prognoz dynamika PKB w strefie euro będzie w bieżącym roku wyraźnie niższa niż w 2018 r. Część członków Rady zaznaczała, że istnieje znaczne ryzyko, że wzrost w tej strefie będzie wolniejszy od prognoz, szczególnie gdyby wprowadzono cła na eksport części produktów europejskich do Stanów Zjednoczonych.

Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, wskazywano, że pozostaje ona dobra. Przy czym ostatnie odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują możliwe osłabienie aktywności w tej gospodarce w kolejnych kwartałach, a prognozy wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki PKB. Z kolei analizując sytuację gospodarczą w Chinach zaznaczano, że napływające dane wskazują na pogorszenie koniunktury w II kw. 2019 r.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych, wskazywano, że w ostatnim okresie utrzymywała się podwyższona zmienność cen ropy naftowej, które jednak pozostawały niższe niż przed rokiem. Towarzyszył temu wzrost cen części produktów żywnościowych na rynkach światowych. Podkreślano, że inflacja w

wielu krajach utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Zwracano uwagę, że w strefie euro inflacja obniżyła się w ostatnim okresie, a inflacja bazowa ukształtowała się poniżej 1%.

Nawiązując do polityki pieniężnej za granicą, zwracano uwagę na wyraźną zmianę retoryki głównych banków centralnych w ostatnich miesiącach. Wskazywano, że Rezerwa Federalna – choć dotychczas utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie – to stopniowo ograniczała zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując możliwość poluzowania polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył sygnalizowany okres utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie oraz wskazał na możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczyła, że także w regionie Europy Środkowo-Wschodniej – mimo, iż w części gospodarek inflacja kształtuje się powyżej celów inflacyjnych – banki centralne nie sygnalizują zacieśniania polityki pieniężnej.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Napływające dane wskazują także na kontynuację znaczącego wzrostu inwestycji i eksportu.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB powinna utrzymać się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady oceniła, że wskaźniki koniunktury

sygnalizują możliwość osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Członkowie ci wyrażali opinię, że możliwe jest także spowolnienie wzrostu eksportu, w sytuacji ewentualnego pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych i osłabienia popytu konsumpcyjnego w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowi ci zaznaczali także, że w sytuacji silniejszego osłabienia koniunktury w strefie euro, dynamika PKB w Polsce może być niższa od prognozowanej w lipcowej projekcji NBP. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że tempo wzrostu gospodarczego może ukształtować się powyżej poziomu oczekiwanego w lipcowej projekcji. Oceniali oni, że wpływ spowolnienia wzrostu za granicą na polską gospodarkę może być w kolejnych kwartałach – podobnie jak dotychczas – niewielki i słabszy od oczekiwań.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w maju obniżyła się. Część członków Rady oceniała, że może to sygnalizować stabilizowanie się popytu na pracę. Jednocześnie wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, mimo nieco wyższej dynamiki w maju, rosną w relatywnie stabilnym tempie. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności dla przyszłej sytuacji na rynku pracy jest zmiana przepisów regulujących zatrudnienie pracowników spoza UE w Niemczech. Wskazywano, że może się to przyczynić do odpływu z polskiego rynku pracy części pracowników z Ukrainy, ale skala tego zjawiska jest trudna do oszacowania. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ograniczenie liczby pracowników z Ukrainy aktywnych na polskim rynku pracy wraz z oczekiwanym przez tych członków Rady wzrostem dynamiki płac w sektorze publicznym, może przyczynić się do przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w gospodarce, a co za tym idzie dynamiki cen. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec oczekiwanego stopniowego obniżania się

dynamiki PKB w Polsce, ryzyko przyspieszenia wzrostu płac i inflacji jest niskie.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach wzrosła, jednak pozostaje na umiarkowanym poziomie. Do wzrostu inflacji przyczyniła się częściowo wyższa dynamika cen paliw i żywności. Towarzyszył temu wzrost inflacji bazowej. Część członków Rady podkreślała, że inflacja bazowa wzrosła w umiarkowanym stopniu i pozostaje istotnie niższa od inflacji CPI. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost inflacji bazowej – wraz z wyższą dynamiką cen dóbr znajdujących się pod wpływem krajowej koniunktury i cen usług – wskazuje na narastanie presji popytowej w gospodarce.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z projekcją NBP dynamika cen w niemal całym horyzoncie projekcji ma pozostać zbliżona do 2,5%, z wyjątkiem początku 2020 r., gdy ze względu na oddziaływanie przejściowych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej czynników, może znaleźć się na wyższym poziomie, choć nadal poniżej górnej granicy odchyień od celu. Członkowie ci zwracali uwagę, że ma temu towarzyszyć jedynie stopniowy wzrost inflacji bazowej. Część członków Rady wyrażała opinię, że w przypadku ewentualnego silniejszego obniżenia dynamiki PKB w strefie euro i – w konsekwencji – w Polsce, dynamika cen może być niższa od prognozowanej. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że ścieżka inflacji z lipcowej projekcji NBP jest wyższa niż w projekcji z marca, a dynamika cen ma kształtować się w górnym przedziale odchyień od celu przez większość uwzględnionego w niej okresu. Wyrażali oni opinię, że do wzrostu inflacji w kolejnych latach przyczynić się może oczekiwany przez tych członków Rady dalszy wzrost dynamiki cen usług oraz silniejsze przełożenie rosnących kosztów przedsiębiorstw na ceny

produktów końcowych. Członkowie ci oceniali, że przewidywany wyższy poziom inflacji na początku przyszłego roku może się utrwalić, a dynamika cen w całym horyzoncie projekcji może być wyższa od prognozowanej.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci zaznaczali, że wobec prognozowanego wzrostu inflacji, stabilizacja stóp NBP będzie przyczyniała się do dalszego obniżania się stóp realnych, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu akcji kredytowej. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że realne stopy procentowe w Polsce są jednymi z najwyższych w Europie, a tempo wzrostu kredytu jest umiarkowane i niższe od dynamiki depozytów.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem tych członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie inflacja pozostanie umiarkowana i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się

podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady zaznaczała, że w sytuacji wyraźnego wzrostu cen, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Natomiast niektórzy członkowie Rady ocenili, że tempo wzrostu gospodarczego i dynamika cen będą prawdopodobnie wyższe niż wskazuje aktualna projekcja. W efekcie, inflacja może – ich zdaniem – przekraczać cel inflacyjny w kolejnych latach. Ponadto wraz z oczekiwanym wzrostem dynamiki cen, obniżać się będzie poziom realnych stóp procentowych, co mogłoby – w opinii tych członków Rady – nadmiernie stymulować akcję kredytową i rodzić problem zbyt dużego zadłużenia gospodarstw domowych. W opinii tych członków Rady, dążąc do utrzymania stabilności cen i ograniczenia wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, wskazane jest podwyższenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%,

stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 września 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie, a perspektywy globalnej koniunktury pogorszyły się. Obroty w handlu międzynarodowym obniżają się, co w połączeniu z zapowiedziami dalszych działań nakierowanych na zwiększenie barier handlowych znajduje odzwierciedlenie w utrzymującej się dekonunkturze w sektorze przemysłowym. Jednocześnie sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, jednak napływające informacje sygnalizują możliwość jej pogorszenia w kolejnych miesiącach. Podkreślano, że w efekcie niepewność dotycząca kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach wzrosła w ostatnich miesiącach. Część członków Rady wskazywała, że – oprócz zmian w polityce handlowej głównych gospodarek – negatywnie na aktywność w wielu krajach oddziałuje prawdopodobnie także tendencja do hamowania koniunktury po wielu latach ekspansji.

Członkowie Rady zaznaczali, że dynamika PKB w strefie euro w II kw. br. utrzymała się na niskim poziomie. Zwracano uwagę, że mimo nadal dobrej sytuacji w sektorze usług, aktywność w sektorze przemysłowym się obniża. Wskazywano, że głównym źródłem wzrostu strefy euro wciąż jest popyt konsumpcyjny wspierany przez relatywnie dobre nastroje konsumentów i poprawę warunków na rynku pracy względem poprzednich lat. Spada jednak produkcja przemysłowa, szczególnie wrażliwa na koniunkturę w handlu międzynarodowym. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach dekoniktura w przemyśle może zacząć negatywnie oddziaływać na nastroje gospodarstw domowych i przełożyć się na osłabienie aktywności w usługach. Podkreślano,

że w Niemczech w II kw. br. nastąpiło obniżenie się PKB w ujęciu kwartalnym, a prognozy wskazują na możliwość dalszego spadku PKB w III kw. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że niemiecki minister finansów zasygnalizował gotowość do stymulacji fiskalnej, gdyby niemieckiej gospodarce groził kryzys.

Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, wskazywano, że wzrost PKB w II kw. br. był tam wyższy niż w strefie euro, ale spowolnił względem poprzednich kwartałów. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują możliwe dalsze osłabienie aktywności w gospodarce amerykańskiej w kolejnych kwartałach, co przekłada się na rewizje w dół prognoz PKB dla Stanów Zjednoczonych na 2019 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że już obecnie wiele wskaźników sygnalizuje rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych w kolejnych kwartałach. Podkreślali oni, że ewentualna recesja w tym kraju bardzo negatywnie wpłynęłaby na perspektywy gospodarki światowej, w tym strefy euro, Niemiec – i w konsekwencji – także Polski.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki zaznaczano, że również w Chinach wzrost PKB spowolnił w II kw. br., osiągając najniższy poziom od 1992 r.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych, wskazywano, że w ostatnich miesiącach ceny ropy naftowej na rynkach światowych obniżyły się. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek cen nastąpił mimo zwiększenia napięć geopolitycznych. Podkreślano, że czynnikiem stabilizującym rynek jest rozbudowa zdolności wydobywczych i transportowych ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych. Część członków Rady wskazywała, że spadek cen ropy jest efektem spowalniania tempa wzrostu światowej gospodarki oraz utrzymujących się negatywnych sygnałów dotyczących perspektyw światowej

koniunktury. Podkreślano, że niższe ceny ropy naftowej znalazły także odzwierciedlenie w obniżeniu się inflacji w największych gospodarkach rozwiniętych oraz silnym obniżeniu oczekiwań inflacyjnych w tych krajach.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, zwracano uwagę na rozpoczęcie przez wiele banków centralnych łagodzenia polityki pieniężnej. Podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów, jednocześnie sygnalizując możliwość poluzowania swojej polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Wskazywano także, że Rezerwa Federalna w lipcu br. obniżyła stopy procentowe, a w sierpniu zaprzestała zmniejszania swojej sumy bilansowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że – mimo ostrożnej retoryki Fed co do dalszych obniżek stóp – należy oczekiwać kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną w kolejnych miesiącach. Zaznaczano, że obawy o przyszłe kształtowanie się koniunktury negatywnie wpływają na nastroje na rynkach finansowych, prowadząc do wzrostu niepewności i zmienności wycen instrumentów finansowych, a także oddziałując w kierunku silnego obniżenia się rentowności papierów dłużnych. W efekcie, obecnie znaczna część obligacji z krajów rozwiniętych ma ujemną rentowność.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce – mimo osłabienia wzrostu gospodarczego za granicą – utrzymuje się dobra koniunktura, a tempo wzrostu PKB w II kw. br. wyniosło 4,5% r/r. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Wskazywano, że w II kw. rosły także – mimo pewnego obniżenia dynamiki

– inwestycje. Jednocześnie obniżyło się tempo wzrostu eksportu i importu.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB powinna utrzymać się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie, choć prawdopodobnie nieco niższym niż przewidywano w lipcowej projekcji. Zaznaczano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na pozytywny wpływ impulsu fiskalnego na dynamikę PKB. Część członków Rady wskazywała, że wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak możliwość osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Członkowie ci zaznaczali, że w warunkach spowolnienia za granicą i wolniejszego napływu środków z Unii Europejskiej, może nastąpić spowolnienie inwestycji. Zaznaczano, że najważniejszym źródłem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej jest skala i trwałość dekonunktury w strefie euro, w tym w Niemczech.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na obniżanie się dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz brak dalszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń. Część członków Rady oceniała, że może to sygnalizować stabilizowanie się popytu na pracę. Zdaniem tych członków Rady, wzrost płac w całej gospodarce nadal nie jest czynnikiem, który powodowałby nadmierny wzrost cen, gdyż w warunkach istotnego wzrostu wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostaje niska.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że w sierpniu br. – według szybkiego szacunku GUS – inflacja wyniosła 2,8% r/r. Zwracano uwagę, że w kierunku wyższej dynamiki cen oddziałuje głównie istotny wzrost cen żywności, wynikający w części z epidemii ASF w Chinach, a także suszy

rolniczej w Polsce, a więc czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej. Ograniczająco na dynamikę cen wpływają natomiast niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Część członków Rady podkreślała, że inflacja jest zgodna z celem inflacyjnym NBP, a inflacja bazowa – mimo przyśpieszenia – pozostaje istotnie niższa od inflacji CPI. Członkowie ci wskazywali, że szybciej niż w poprzednich latach rosną ceny usług, ale po części jest to spowodowane wysoką dynamiką cen usług administrowanych, a po części odzwierciedla procesy towarzyszące realnej konwergencji. Inni członkowie Rady zaznaczali, że relatywnie wysoka dynamika cen usług wynika również z barier podażyowych, przy relatywnie silnym wzroście popytu. Zdaniem tych członków Rady podobna sytuacja ma miejsce w sektorze budowlanym, gdzie wiele firm sygnalizuje wysokie wykorzystanie swoich zdolności wytwórczych. Jednocześnie podkreślano, że inflacja cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się w ostatnich miesiącach i obecnie kształtuje się na bardzo niskim poziomie.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z najnowszymi prognozami NBP dynamika cen do końca 2019 r. prawdopodobnie wzrośnie jedynie nieznacznie, natomiast w I kw. 2020 r. inflacja może przejściowo przyśpieszyć w okolice górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Członkowie ci podkreślali, że wzrost inflacji na początku 2020 r. będzie w znacznej mierze wynikał ze statystycznego efektu bazy oraz założonego wzrostu cen energii. Podkreślano, że – według aktualnych prognoz – w kolejnych miesiącach 2020 r. inflacja będzie się jednak obniżać i w połowie roku spadnie w pobliże 2,5%. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na konieczność obserwowania zmian oczekiwań inflacyjnych.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci argumentowali, że bardzo niskie stopy procentowe zmniejszają skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania oraz sprzyjają poszukiwaniu bardziej rentowych, ale jednocześnie bardziej ryzykownych form lokowania oszczędności. Zdaniem tych członków Rady niskie stopy procentowe negatywnie wpływają na sytuację w sektorze bankowym, co wzmacnia tendencje to koncentracji aktywności banków w segmentach rynku charakteryzujących się wysokimi marżami. W tym kontekście wskazywano na relatywnie wysoką dynamikę kredytów konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych oraz na niskie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że realne oprocentowanie kredytów w Polsce jest wyraźnie dodatnie.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem tych członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie, choć będzie się stopniowo obniżać. Wzrosła jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Jednocześnie inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje,

prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego, przy prognozowanym stopniowym obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady wzrosła jednak niepewność co do kształtowania się koniunktury gospodarczej i dynamiki cen w przyszłości.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury, w tym istotnie wzrosło ryzyko recesji w gospodarce amerykańskiej. W opinii tych członków Rady, czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Podtrzymana została także opinia, że w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie dalszego obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 października 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie, a perspektywy globalnej koniunktury nadal się pogarszają. Zaznaczano, że negatywnie na wzrost aktywności na świecie oddziałuje utrzymująca się dekonunktura w sektorze przemysłowym. Podkreślano, że choć sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, to napływające informacje wskazują na prawdopodobne osłabienie aktywności także w tym sektorze w kolejnych miesiącach.

Członkowie Rady zaznaczali, że w strefie euro tempo wzrostu aktywności gospodarczej utrzymuje się na niskim poziomie, a dynamika PKB w III kw. była tam prawdopodobnie niższa niż w poprzednim kwartale. Napływające informacje sygnalizują nasilanie się dekonunktury w sektorze przemysłowym strefy euro, co zaczyna negatywnie oddziaływać na – dotychczas relatywnie wysoką – aktywność w sektorze usług.

Zaznaczano, że w Niemczech utrzymuje się słaba koniunktura, a perspektywy wzrostu tej gospodarki pogorszyły się. Część członków Rady oceniała, że w III kw. gospodarka ta prawdopodobnie znalazła się w recesji. Napływające informacje wskazują, że pogarszającej się nadal sytuacji w niemieckim przemyśle towarzyszy osłabianie się aktywności w sektorze usług oraz obniżanie się dynamiki zatrudnienia. Część członków Rady wyrażała opinię, że zwiększa to ryzyko osłabienia się w kolejnych kwartałach popytu konsumpcyjnego stanowiącego dotychczas główny czynnik niemieckiego wzrostu gospodarczego.

W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje korzystna, jednak gospodarka ta znajduje się w fazie spowolnienia. Odczyty wskaźników koniunktury dotyczących zarówno przemysłu, jak

i usług sygnalizują, że w III kw. tempo wzrostu aktywności w tej gospodarce obniżyło się. Część członków wyrażała opinię, że słabszy wzrost aktywności w tych sektorach będzie działał ograniczająco na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach. Zaznaczano, że wobec notowanego spadku eksportu głównym czynnikiem wzrostu w gospodarce amerykańskiej pozostanie rosnąca konsumpcja. Zwracano uwagę, że czynnikiem ryzyka dla popytu konsumpcyjnego jest pogorszenie się nastrojów gospodarstw domowych w ostatnim okresie. W przypadku ewentualnego osłabienia konsumpcji dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych może – zdaniem części członków Rady – obniżyć się w kolejnych kwartałach silniej niż wskazują prognozy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wiele wskaźników sygnalizuje rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że perspektywy wzrostu w największych gospodarkach wschodzących również się pogarszają. Zaznaczano, że w Chinach – po prawdopodobnym spowolnieniu aktywności w III kw. – prognozowane jest dalsze obniżanie się dynamiki PKB. W ostatnim okresie wyraźnie zrewidowano w dół prognozy wzrostu gospodarczego w Indiach. Z kolei w Rosji dynamika PKB – mimo oczekiwanego nieznacznego wzrostu – prawdopodobnie utrzyma się na niskim poziomie.

Na światowych rynkach surowcowych ceny ropy naftowej we wrześniu wzrosły, ale pozostawały niższe niż przed rokiem. Zwracano uwagę, że po przejściowym silnym wzroście cen tego surowca, związanym z atakiem na rafinerie w Arabii Saudyjskiej, w ostatnim okresie nastąpił spadek jego cen. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że obniżenie cen tego surowca wynikało z czynników podażowych. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że do spadku cen ropy przyczyniają się także negatywne perspektywy

popytu na ten surowiec związane z obniżającym się tempem wzrostu gospodarczego na świecie. Podkreślano, że niższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej oddziałują w kierunku obniżenia dynamiki cen w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro.

Członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnim okresie wiele banków centralnych złagodziło politykę pieniężną. W szczególności, we wrześniu poluzował ją Europejski Bank Centralny, obniżając stopę depozytową głębiej poniżej zera i ogłaszając wznowienie programu skupu aktywów oraz łagodząc warunki długoterminowych operacji refinansujących. Jednocześnie EBC zasygnalizował prawdopodobne utrzymywanie stóp procentowych na obecnym lub niższym poziomie w kolejnych kwartałach. Także Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych złagodziła politykę pieniężną, ponownie obniżając stopy procentowe. Część członków Rady zaznaczała, że oczekiwania rynkowe wskazują na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady oceniali, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż napływające dane wskazują na obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w III kw. Zaznaczano, że do osłabienia wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce przyczynia się głównie postępujące pogarszanie się koniunktury za granicą. Znajduje ono odzwierciedlenie w obniżającej się dynamice eksportu oraz w spadku – w sierpniu br. – produkcji przemysłowej. Wskazywano, że stabilizująco na dynamikę PKB oddziałuje natomiast rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Oceniano, że nadal rosną także inwestycje w gospodarce, choć prawdopodobnie wolniej niż w I półroczu br., na co wskazuje spowolnienie wzrostu produkcji budowlano-montażowej w ostatnich miesiącach.

W ocenie Rady, w najbliższych latach dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie. Zaznaczano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego, czemu będzie sprzyjać utrzymujący się wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikający z korzystnej sytuacji na rynku pracy, a także podwyżki płacy minimalnej w 2020 r. oraz wypłat świadczeń i obniżenia obciążeń podatkowych. Jednocześnie część członków Rady oceniała, że ze względu na pogarszające się perspektywy światowej koniunktury oraz pojawiające się sygnały ich przekładania się na aktywność polskiego przemysłu tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach może być niższe od przewidywanego w lipcowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że dynamika PKB może być nieco wyższa od prognozowanej. Oceniali oni, że obniżony popyt na polskie produkty ze strony najważniejszych partnerów handlowych może być zastępowany przez zwiększoną sprzedaż na inne zagraniczne rynki zbytu oraz na rynek wewnętrzny. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że także dynamika inwestycji może być wyższa od prognoz ze względu na pozytywny wpływ realizowanych inwestycji publicznych na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw. Jednocześnie członkowie Rady zwracali uwagę, że niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą w ostatnim okresie ponownie wzrosła.

Napływające dane dotyczące zatrudnienia i wynagrodzeń potwierdzają utrzymywanie się dobrej sytuacji na rynku pracy. Część członków Rady oceniała przy tym, że popyt na pracę prawdopodobnie słabnie, na co wskazuje spowolnienie wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz dane o liczbie nowoutworzonych miejsc pracy i ofertach zatrudnienia. Jednocześnie stopa bezrobocia utrzymuje się na bardzo niskim poziomie.

Zwracano uwagę, że towarzyszy temu stabilna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.

Wskazywano, że inflacja we wrześniu – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 2,6% r/r. Zaznaczano, że mimo spadku cen żywności w ujęciu miesięcznym ich roczna dynamika pozostaje wysoka i jest głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji. Ograniczająco na dynamikę cen wpływają natomiast niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, który – w opinii części członków Rady – jest spójny z aktualną pozycją cykliczną polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że rosnąca dynamika cen usług oraz dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury może wskazywać na nasilanie się presji popytowej. Zwracano także uwagę, że dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu pozostaje niska.

Według bieżących prognoz inflacja w kolejnych miesiącach może nieznacznie wzrosnąć, a w I kw. 2020 r. wzrost cen może przejściowo przyspieszyć i kształtować się w pobliżu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Część członków Rady zaznaczała, że prognozowany wzrost inflacji na początku 2020 r. będzie w znacznej mierze wynikał ze statystycznego efektu bazy oraz założonego wzrostu cen energii. Podkreślali oni, że – według aktualnych prognoz – w kolejnych miesiącach 2020 r. inflacja będzie się obniżać i w perspektywie roku ukształtuje się w pobliżu 2,5%. Większość członków Rady oceniała, że czynnikiem niepewności dotyczącym możliwego wzrostu inflacji na początku przyszłego roku są trudne do przewidzenia zmiany regulacyjne na rynku energii elektrycznej. Część z członków Rady wyrażała opinię, że w przypadku dalszego pogarszania się koniunktury na świecie i jej silniejszego wpływu na krajową sytuację gospodarczą dynamika cen w kolejnych kwartałach 2020 r. może obniżyć się silniej od

prognoz. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że negatywny wpływ dekonunktury za granicą na inflację w Polsce może być ograniczony, jeśli będzie jej towarzyszyć zwiększona sprzedaż krajowa. Członkowie ci wskazywali także, że w wzrostowi dynamiki cen może sprzyjać relatywnie wysoka i przekraczająca tempo wzrostu wydajności pracy dynamika wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności dla perspektyw inflacji jest kształtowanie się cen ropy naftowej na rynkach światowych.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnim okresie dynamika kredytu konsumpcyjnego i podaży pieniądza utrzymuje się na wysokim poziomie, przekraczającym tempo wzrostu nominalnego PKB. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że łączne tempo wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego nie jest obecnie nadmierne.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem tych członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie, choć będzie się stopniowo obniżać. Wzrosła jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Jednocześnie inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia się dynamiki cen od celu inflacyjnego, przy prognozowanym stopniowym obniżaniu się tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady wzrosła jednak niepewność co do kształtowania się koniunktury gospodarczej i dynamiki cen w przyszłości, a prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza obniżyło się.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury. W opinii tych członków Rady czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia się inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Podtrzymana została także opinia, że w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie dalszego obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 listopada 2019 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie oraz utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw kształtowania się globalnej koniunktury. W strefie euro, wraz z trwającą dekonunkturą w przemyśle, roczna dynamika PKB w III kw. br. obniżyła się. W Stanach Zjednoczonych koniunktura wciąż jest relatywnie dobra, jednak tempo wzrostu PKB w III kwartale w tej gospodarce również się zmniejszyło. Jednocześnie w Chinach dynamika aktywności gospodarczej w dalszym ciągu spowalnia.

Inflacja w wielu krajach obniżyła się w ostatnich miesiącach i nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie, czemu sprzyjają niższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej. W szczególności niska jest inflacja w strefie euro.

Europejski Bank Centralny – po obniżeniu stopy depozytowej głębiej poniżej zera we wrześniu – utrzymuje ją na niezmiennym poziomie. Jednocześnie EBC wznowił program skupu aktywów i sygnalizuje utrzymywanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w październiku po raz kolejny obniżyła stopy procentowe.

W Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż napływające dane wskazują na prawdopodobne obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w III kw., do czego przyczynia się głównie osłabienie koniunktury za granicą. Stabilizująco na dynamikę PKB oddziałuje rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń

społecznych. Napływające dane wskazują jednocześnie na dalszy, choć wolniejszy wzrost inwestycji w gospodarce.

Inflacja w październiku br. – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 2,5% r/r. Dynamika cen żywności, pomimo stopniowego obniżania się, pozostaje podwyższona i oddziałuje w kierunku wyższej inflacji. Ograniczająco na dynamikę cen wpływają natomiast niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Jednocześnie inflacja bazowa w ostatnim okresie wzrosła, pozostając jednak na umiarkowanym poziomie.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Listopadowa projekcja uwzględnia dane i informacje opublikowane do 18 października br. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,2–2,4% w 2019 r. (wobec 1,7–2,3% w projekcji z lipca 2019 r.), 2,1–3,6% w 2020 r. (wobec 1,9–3,7%) oraz 1,6–3,6% w 2021 r. (wobec 1,3–3,5%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9–4,7% w 2019 r. (wobec 3,9–5,1% w projekcji z lipca 2019 r.), 2,7–4,4% w 2020 r. (wobec 3,0–4,8%) oraz 2,3–4,2% w 2021 r. (wobec 2,4–4,3%).

W ocenie Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki listopadowej projekcji inflacji i PKB.

Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – listopad 2019 r.*, podjęła uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim oraz uchwałę zmieniającą uchwałę w sprawie zasad rachunkowości NBP.

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych (DAE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji DAE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2019 r. do IV kw. 2021 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2019 r.

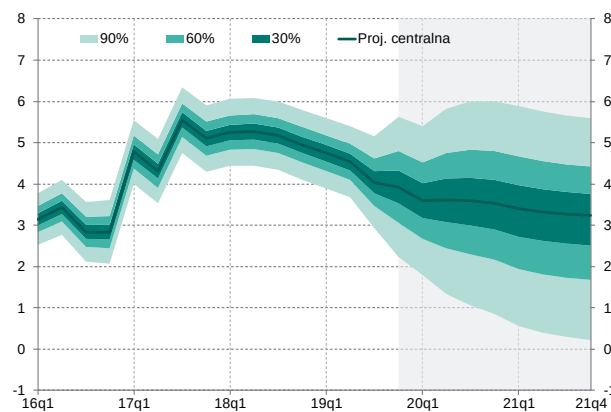
Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 18 października 2019 r. (*cut-off date*).

4.1 Synteza

Od publikacji ostatniej projekcji nastąpiła materializacja części wskazywanych w niej ryzyk dla wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki. W szczególności pogorszyły się perspektywy wzrostu gospodarki globalnej, przy pogłębiającym się spowolnieniu w handlu światowym. Krajowa aktywność gospodarcza charakteryzowała się dotąd wysoką odpornością na negatywne sygnały płynące z zagranicy, jednak tempo wzrostu PKB w III kw. najprawdopodobniej obniżyło się i ukształtowało nieco poniżej założeń lipcowej rundy prognostycznej. W horyzoncie bieżącej projekcji przewiduje się, że dynamika PKB będzie dalej stopniowo obniżać się, do czego przyczyni się utrzymujące się osłabienie koniunktury w gospodarkach głównych parterów handlowych Polski. W tym samym kierunku będzie oddziaływać wolniejszy wzrost absorpcji Funduszy Europejskich w końcowej fazie perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020. Skalę spowolnienia dynamiki popytu krajowego będą łagodzić już wprowadzone oraz planowane przez rząd zmiany fiskalne. Obejmują one wzrost wielkości świadczeń społecznych oraz spadek obciążeń podatkowych, podwyższając dynamikę spożycia prywatnego. Korzystnie na popyt krajowy będzie oddziaływać również niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu.

W najbliższych miesiącach inflacja CPI wzrośnie, osiągając swój maksymalny poziom w I kw. 2020 r. W kierunku wyższej inflacji cen konsumenta, w szczególności inflacji bazowej, będzie oddziaływać podwyższona w horyzoncie projekcji dynamika kosztów pracy oraz utrzymująca się w najbliższych kwartałach relatywnie silna presja popytowa i wysoka dynamika cen żywności. Od początku 2020 r. spodziewany jest przy tym wzrost inflacji cen energii zgodnie z przyjętym w projekcji założeniem o zakończeniu okresu zamrożenia cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych.

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



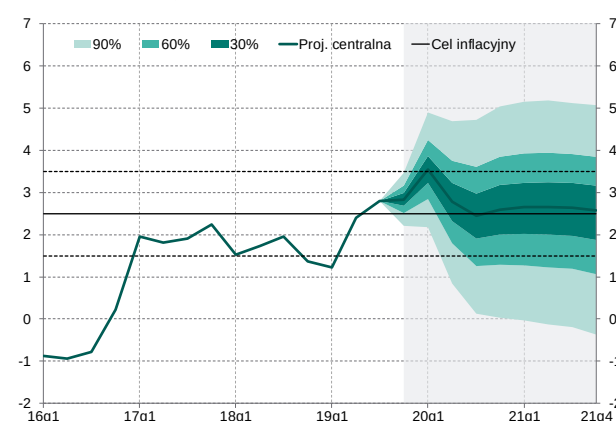
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji, a dodatkowo dla dynamiki PKB występuje niepewność danych historycznych związana z możliwą rewizją szacunków GUS. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów prognozy należy do rodziny rozkładów binormalnych (ang. *two-piece normal*, TPN). Rozkład ten jest określany przez trzy parametry: dominantę, wariancję oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariancja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Skośność rozkładu uzyskuje się na podstawie analizy kilku alternatywnych scenariuszy wraz z przypisanymi im szansami realizacji. Na wykresie rozkład realizacji danej zmiennej ilustrują warstwy o prawdopodobieństwie 30, 60 i 90% wokół ścieżki centralnej projekcji, które skonstruowano w taki sposób, aby zminimalizować szerokość przedziałów (szerzej w Pońsko P., Rybaczek B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

W dalszym horyzoncie projekcji inflacja cen konsumenta obniży się, pozostając do końca 2021 r. w pobliżu 2,5%. Złoży się na to towarzysząca spadkowi dynamiki PKB niższa presja popytowa oraz wygasanie wpływu zaburzeń podażyowych na ceny żywności. Stopę inflacji CPI w horyzoncie projekcji będzie również ograniczać niski wzrost cen u głównych partnerów handlowych Polski oraz obecność znacznej liczby imigrantów na krajowym rynku pracy (w głównej mierze obywateli Ukrainy).

Realizacja scenariusza projekcyjnego będzie w istotnym stopniu uzależniona od stanu przyszłej koniunktury w gospodarce światowej. Do czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji należy możliwe dalsze zaostrzenie sporów handlowych ograniczających międzynarodową wymianę handlową. Ważnym źródłem niepewności będzie również kształtowanie się cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych, a także przyszłe zmiany regulacyjne w kraju przekładające się na zmiany cen energii. Bilans czynników ryzyka w przypadku dynamiki PKB oraz – w mniejszym stopniu – inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej ścieżek ze scenariusza centralnego projekcji, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych dla tych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Sposób konstrukcji wykresu wachlarzowego omówiony jest w komentarzu pod wykresem 4.1.

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

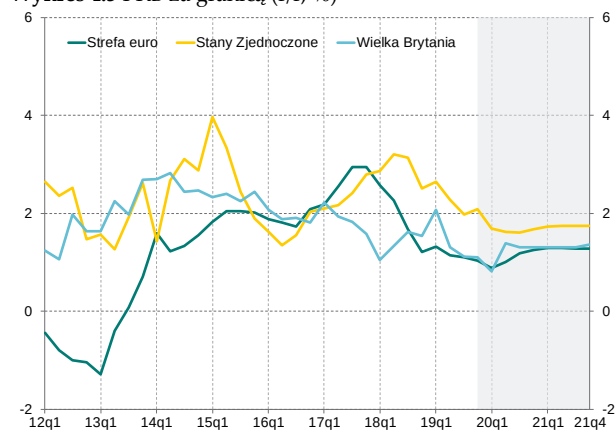
Ze względu na materializację części czynników ryzyka wskazywanych w poprzedniej projekcji, perspektywy wzrostu w strefie euro ponownie się pogorszyły. Na rewizję w dół prognoz PKB dla strefy euro wpłynęło w szczególności utrzymujące się spowolnienie w handlu światowym (por. *Ramka: Osłabienie wymiany handlowej na świecie*). Niekorzystanie na aktywność ekonomiczną podmiotów, zwłaszcza przedsiębiorstw,

oddziałuje również podwyższona niepewność związana z nieuregulowaną kwestią wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, jak i ze zmianami w polityce handlowej głównych gospodarek na świecie. W scenariuszu bazowym bieżącej projekcji zakłada się, że niepewność ta będzie stopniowo wygasać, a akomodacyjna polityka pieniężna EBC oraz ekspansja fiskalna części krajów strefy zwiększą popyt ze strony gospodarstw domowych i firm. Mimo to dynamika PKB w strefie euro będzie się utrzymywać poniżej swojego potencjalnego poziomu (Tabela 4.1, Wykres 4.3).

Eskalacja napięć w polityce handlowej oraz pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarki światowej przyczyniły się do obniżenia oczekiwań odnośnie do przyszłej dynamiki PKB także w Stanach Zjednoczonych. Podobnie jak w przypadku strefy euro, tempo wzrostu PKB w tej gospodarce będzie się utrzymywać w latach 2020-2021 poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Skalę spowolnienia łagodzić będzie relatywnie wysoka dynamika konsumpcji prywatnej związana z korzystną sytuacją na rynku pracy i wysoką wartością majątku gospodarstw domowych. Głębszemu spowolnieniu w gospodarce amerykańskiej przeciwdziałać będzie również oczekiwana przez rynki finansowe obniżka stóp procentowych przez Fed, przekładająca się na obniżenie stóp długookresowych.

W najbliższych latach na niskim poziomie nadal będzie utrzymywała się aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii. Oczekiwana ścieżka wzrostu PKB w tej gospodarce jest przy tym niższa niż w poprzedniej rundzie progностycznej. Barierą dla przyspieszenia wzrostu PKB pozostaje niepewność związana z *Brexitem*, odbijająca się niekorzystnie na inwestycjach przedsiębiorstw. W projekcji listopadowej, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych przyjęto, że nie nastąpi istotny wzrost barier w handlu pomiędzy Wielką Brytanią a Unią Europejską, jaki

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2019	2020	2021
PKB w strefie euro (r/r, %)			
XI 2019	1,2	1,1	1,3
VII 2019	1,2	1,4	1,4
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
XI 2019	2,2	1,7	1,7
VII 2019	2,5	1,8	1,8
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
XI 2019	1,4	1,2	1,3
VII 2019	1,4	1,4	1,5

Źródło: obliczenia NBP.

więzały się z realizacją scenariusza nieuporządkowanego *Brexitu*.

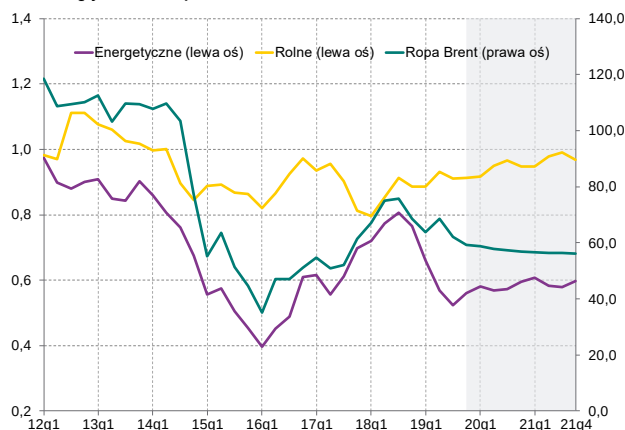
Prognoza wzrostu PKB w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski obarczona jest podwyższoną niepewnością. Związana jest ona z możliwością dalszej eskalacji sporów handlowych między Stanami Zjednoczonymi a Chinami, co zwiększyłoby, i tak stosunkowo wysokie, prawdopodobieństwo wejścia gospodarki amerykańskiej w recesję. Istotny czynnik ryzyka dla projekcji wiąże się także z bezumownym wyjściem Wielkiej Brytanii z UE, które z kolei mogłoby skutkować recesją w gospodarce brytyjskiej. W przypadku realizacji któregoś z powyższych ryzyk ścieżka wzrostu gospodarczego w strefie euro uległby również obniżeniu.

Inflacja i rynki surowców

Zgodnie założeniami przyjętymi w bieżącej projekcji ceny ropy naftowej w najbliższych latach będą się stopniowo obniżać, kształtując się nieco poniżej oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej (Wykres 4.4). Za realizacją takiego scenariusza przemawiają pogarszające się oczekiwania dotyczące wzrostu PKB w gospodarce światowej oraz rosnące wydobycie ropy w Stanach Zjednoczonych. W kierunku wzrostu cen ropy może natomiast oddziaływać napięta sytuacja geopolityczna na Bliskim Wschodzie oraz spadek produkcji ropy w krajach OPEC – wpływ tych czynników będzie jednak umiarkowany i nie powinien zahamować spadku cen tego surowca.

W wyniku cieplej ostatniej zimy – m.in. w Europie i Chinach – ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego na rynkach światowych istotnie się obniżyły. W horyzoncie projekcji, wraz z normalizacją sytuacji na rynku tych surowców ich ceny będą stopniowo rosły, zbliżając się do poziomów z poprzedniej rundy progностycznej.

Wykres 4.4 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) i rolnych (w EUR, 2011=1) na rynkach światowych oraz cena ropy naftowej Brent (USD/b)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

Indeks cen surowców rolnych obniżył się w III kw.br., do czego w największym stopniu przyczyniły się niższe ceny pszenicy związane z rekordowymi zbiorami tego surowca na świecie oraz wysokim poziomem zapasów (Wykres 4.4). Notowania kontraktów terminowych wskazują, że w horyzoncie projekcji niższy obecnie indeks cen surowców rolnych wzrośnie i będzie się kształtował nieznacznie powyżej poziomu z poprzedniej rundy prognostycznej. Wzrost indeksu wynikać będzie głównie z rosnących cen wieprzowiny, co związane jest ze spadkiem produkcji tego mięsa w Chinach po wystąpieniu epidemii ASF.

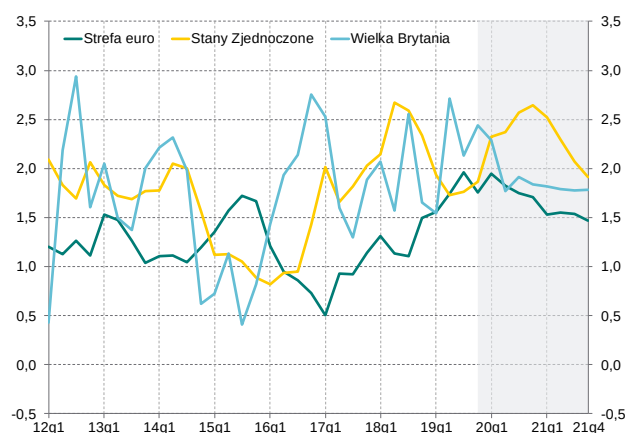
Zgodnie z założeniami listopadowej projekcji, w otoczeniu gospodarczym Polski inflacja (mierzona zmianą deflatora wartości dodanej, por. Wykres 4.5) kształtować się będzie na umiarkowanym poziomie. Do utrzymania inflacji w strefie euro w horyzoncie projekcji poniżej 2% przyczyni się niska dynamika PKB w tej gospodarce oraz stabilne ceny surowców energetycznych (spadające ceny ropy naftowej, lekko rosnące ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego). Na nieco wyższym poziomie niż w strefie euro będzie się kształtować inflacja w Stanach Zjednoczonych, co wynika z korzystniejszej pozycji cyklicznej tej gospodarki.

Polityka pieniężna

Od zamknięcia projekcji lipcowej, wobec pogorszenia perspektyw wzrostu w strefie euro oraz niskiej inflacji w tej gospodarce, EBC złagodził politykę pieniężną, m.in. poprzez obniżkę stopy depozytowej oraz wzmocnienie *forward guidance*. Notowania kontraktów terminowych wskazują, że stopa depozytowa EBC może się jeszcze obniżyć, co przyjęto jako scenariusz bazowy bieżącej projekcji (Wykres 4.6).

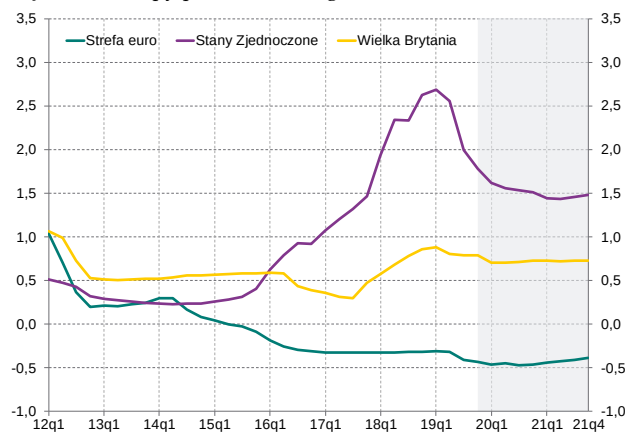
Według notowań kontraktów terminowych należy również oczekiwać obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i – w mniejszej skali – w Wielkiej Brytanii. Oczekiwany przez rynki

Wykres 4.5 Inflacja za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.
Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

Wykres 4.6 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

finansowe kształt polityki pieniężnej w tych gospodarkach jest spójny z założonymi w projekcji pogarszającymi się perspektywami wzrostu w gospodarce amerykańskiej i brytyjskiej. Odzwierciedla on także znaczną niepewność wobec uwarunkowań instytucjonalnych procesów gospodarczych zarówno w Stanach Zjednoczonych (kształt polityki handlowej), jak i Wielkiej Brytanii (sposób wyjścia z Unii Europejskiej).

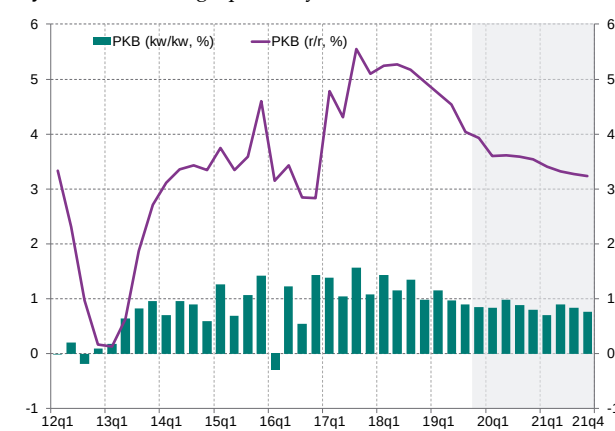
4.3 Gospodarka polska w latach 2019-2021

Popyt krajowy

W horyzoncie projekcji przewiduje się utrzymanie, rozpoczętego w II połowie 2018 r., stopniowego obniżania się dynamiki PKB w reakcji na spadek aktywności ekonomicznej w gospodarce światowej, w tym w szczególności w największej gospodarce strefy euro, czyli w Niemczech (Wykres 4.7, Wykres 4.8). Niekorzystnie na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego wpłynie także wyhamowanie wzrostu absorpcji środków z budżetu UE po ich wysokim wykorzystaniu w 2018 r. (Wykres 4.11). Skalę spowolnienia krajowej aktywności gospodarczej będą łagodzić wprowadzone i zapowiadane zmiany fiskalne, które poprzez zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w największym stopniu oddziaływać będą na prywatną konsumpcję.

W latach 2019-2021 dynamika spożycia gospodarstw domowych obniży się, ale pozostanie na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 4.8, Wykres 4.9). Do utrzymania wysokiej dynamiki konsumpcji prywatnej przyczyni się rozłożony w czasie wpływ wprowadzanego w br. pakietu fiskalnego. Obejmuje on rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus”⁵¹, zmiany w

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



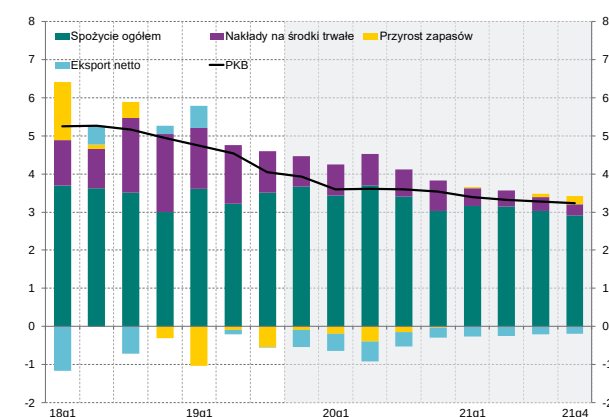
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵¹ Od 1 lipca br. w ramach programu „Rodzina 500 plus” świadczenie rodzinne przysługuje na pierwsze (w tym także jedyne) dziecko przy likwidacji kryterium dochodowego.

podatku dochodowym od osób fizycznych (PIT) prowadzące do spadku obciążeń podatkowych pracowników⁵² oraz wypłatę jednorazowego świadczenia emerytalnego. Ponadto program „Emerytura plus” (tzw. 13 emerytura) ma być kontynuowany w kolejnych latach, co wraz z wprowadzeniem od IV kw. 2019 r. nowego świadczenia uzupełniającego dla osób niepełnosprawnych będzie stanowić dodatkowy bodziec dla konsumpcji prywatnej w tym okresie. Pozytywnie na wydatki gospodarstw domowych wpływać będzie również nadal korzystna z punktu widzenia pracowników sytuacja na rynku pracy skutkująca utrzymaniem, pomimo spadku, relatywnie wysokiej dynamiki funduszu wynagrodzeń. Dodatkowo, wzrost zarobków w wyniku zapowiedzianej podwyżki płacy minimalnej dotyczyć będzie gospodarstw domowych charakteryzujących się relatywnie wyższą krańcową skłonnością do konsumpcji. Jednocześnie jednak w wyniku słabnącego w horyzoncie projekcji popytu na pracę nastąpi stopniowe obniżenie tempa wzrostu funduszu płac i w konsekwencji także dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Dynamikę dochodu w ujęciu realnym obniżać będzie także rosnąca inflacja. W efekcie w dalszym horyzoncie projekcji oczekiwane jest obniżenie tempa wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, co wynika również z faktu, iż polityka fiskalna najsilniej będzie podwyższać dynamikę spożycia prywatnego w 2020 r. Oczekiwana w projekcji skala obniżenia dynamiki konsumpcji będzie jednak ograniczona, a spożycie gospodarstw domowych w całym horyzoncie prognozy będzie głównym czynnikiem wzrostu PKB w Polsce.

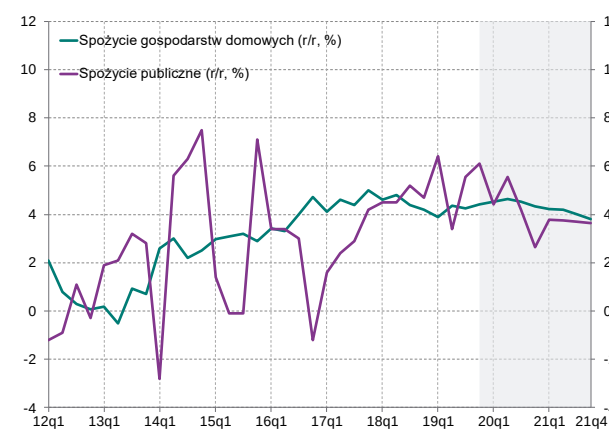
W latach 2019-2021 dynamika nakładów brutto na środki trwałe będzie się obniżać do czego przyczyni się wyhamowanie wzrostu inwestycji sektora instytucji rządowych i samorządowych

Wykres 4.8 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.9 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵² Zmiany podatkowe obejmują obniżenia pierwszego progu podatkowego do 17%, podniesienia kosztów uzyskania przychodu dla pracowników od 1 października br. oraz wprowadzenia zerowego podatku PIT dla osób do 26 roku życia od 1 sierpnia br.

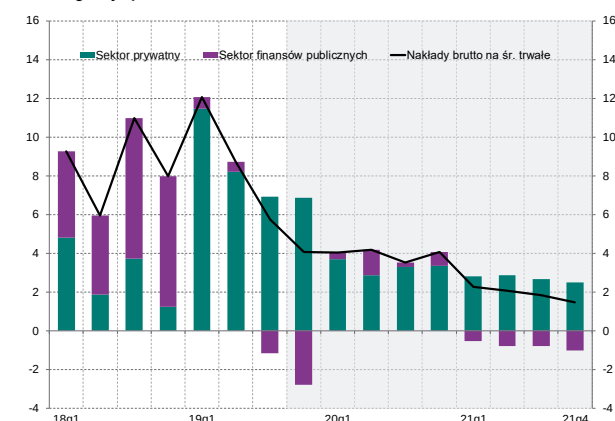
oraz – w dalszym horyzoncie – także inwestycji prywatnych (Wykres 4.10).

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe sektora finansów publicznych będzie, z wyjątkiem 2020 r., kształtować się na nieznacznym ujemnym poziomie ograniczając tym samym łączną dynamikę inwestycji w całej gospodarce. Za przewidywany niewielki spadek inwestycji publicznych w br. odpowiadają niższe niż w ubiegłym roku wydatki na środki trwałe jednostek samorządu terytorialnego⁵³. W kolejnych latach na dynamikę inwestycji publicznych istotnie wpłynie założony w projekcji poziom absorpcji funduszy unijnych. Wskazuje on na jedynie niewielkie zwiększenie wykorzystania środków UE współfinansujących inwestycje publiczne w 2020 r. i jego spadek w 2021 r. (Wykres 4.11).

W 2019 r. tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe sektora prywatnego wyraźnie przyspieszy, na co złoży się wysoka dynamika inwestycji przedsiębiorstw przy utrzymującym się relatywnie silnym popycie gospodarstw domowych na nieruchomości mieszkaniowe (Wykres 4.10). Aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw sprzyja niska bieżąca stopa inwestycji, której towarzyszyło dotychczas wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych firm. Zakup środków trwałych finansowanych kredytem ułatwia przy tym historycznie niski poziom stóp procentowych, choć głównym źródłem finansowania inwestycji zarówno przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych pozostają nadal środki własne^{54,55}.

Do pogorszenia perspektyw inwestycji prywatnych w latach 2020-2021 przyczyni się –

Wykres 4.10 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych, gospodarstw domowych (zarówno mieszkaniowe jak i niemieszkaniowe) oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

⁵³ Według planów samorządów ich inwestycje w 2019 r. będą o blisko 11% niższe względem roku poprzedniego - dane ze sprawozdań budżetowych JST za II kw. 2019 r.

⁵⁴ W przypadku połowy przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje w nadchodzącym kwartale źródłem finansowania będą środki własne – Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019 r.

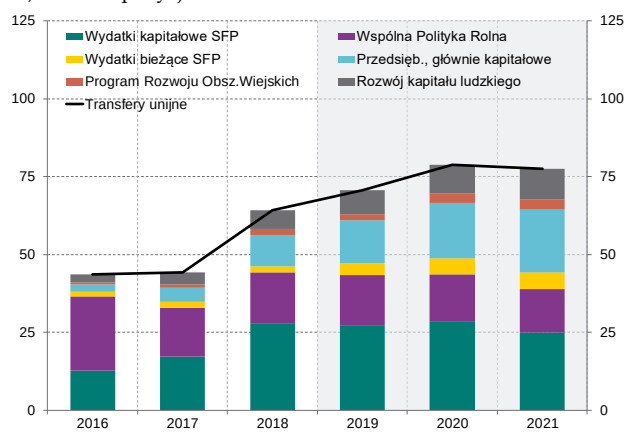
⁵⁵ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2019 r., NBP, czerwiec 2019 r. Badania te pokazują, że szacunkowy udział zakupów gotówkowych mieszkań na rynku pierwotnym w siedmiu analizowanych miastach (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław) od wielu kwartałów przekracza 60%.

oddziałujące na krajową gospodarkę z opóźnieniem – obserwowane od połowy ub.r. spowolnienie dynamiki popytu zewnętrznego. Oczekiwane wyhamowanie tempa akcji inwestycyjnej potwierdzają wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw wskazujące na wyraźny spadek stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz pogorszenie prognoz popytu. W szczególności dotyczy to grupy firm eksportujących, zwłaszcza wyspecjalizowanych, które w ślad za obniżeniem oczekiwań wobec zamówień zagranicznych sygnalizują wyraźne zmniejszenie wydatków na nowe inwestycje oraz niższy wzrost nakładów na projekty już realizowane⁵⁶. Jednocześnie napływ funduszy UE będzie w coraz mniejszym stopniu finansował wzrost wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego (Wykres 4.11). Stopniowy spadek w horyzoncie projekcji dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wpłynie również na ograniczenie tempa wzrostu wydatków mieszkaniowych.

W dłuższym horyzoncie zwiększeniu nakładów kapitałowych powinien sprzyjać niski stopień automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu. Rosnące koszty pracy wynikające z planowanych zmian legislacyjnych, w tym wyraźne podnoszenie płacy minimalnej w kolejnych latach, mogą dodatkowo skłaniać niektóre przedsiębiorstwa do przyspieszenia procesów automatyzacji produkcji oraz usług kosztem zatrudnienia. Wpływ tego czynnika w horyzoncie projekcji będzie jednak relatywnie niewielki ze względu na ograniczoną możliwość substytucji pracy ludzkiej w wielu branżach oraz długość cyklu inwestycyjnego.

W horyzoncie projekcji tempo wzrostu spożycia publicznego przewyższać będzie dynamikę PKB, na co wpłynie oczekiwany relatywnie wysoki wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz zużycia pośredniego tego sektora. W

Wykres 4.11 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

⁵⁶ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019 r.

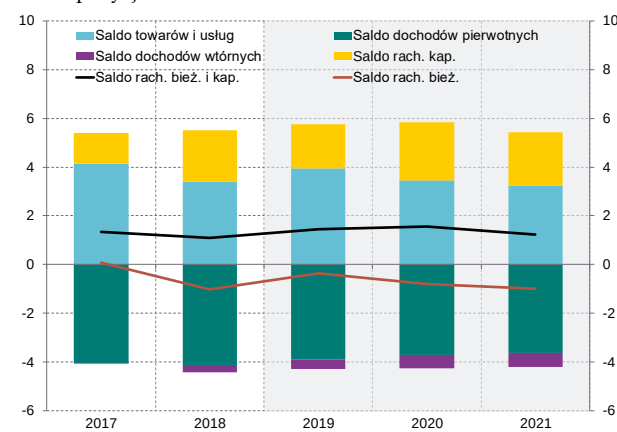
szczegółności w 2019 r. kontynuowane będą podwyżki płac pracowników ochrony zdrowia oraz administracji publicznej. W przyszłym roku na dynamikę spożycia publicznego wpłynie natomiast decyzja rządu o przyjęciu w tym okresie wzrostu wynagrodzeń w państwowej sferze budżetowej na poziomie 6% oraz podwyżki, które otrzymali nauczyciele we wrześniu 2019 r. w wysokości 9,6%.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

Bilans płatniczy Polski w dalszym ciągu kształtuje się korzystnie, w II kw. 2019 r. łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego pozostało dodatnie i wyniosło 1,7% PKB (suma krocząca dla czterech kwartałów). Był to drugi kwartał z rzędu, kiedy odnotowano poprawę salda towarów i usług, które w II kw. br. osiągnęło poziom 4,0% PKB. Stopniowemu wzrostowi nadwyżki handlowej w I połowie br. sprzyjało osłabienie złotego w ujęciu rocznym w stosunku do walut głównych partnerów handlowych Polski poprawiające konkurencyjność cenową krajowej produkcji. W nadchodzących kwartałach oczekuje się jednak, że korzystna tendencja kształtowania się salda towarów i usług ulegnie odwróceniu i saldo to obniży się (Wykres 4.12). Na przyszłą ścieżkę eksportu będzie w coraz większym stopniu wpływać słabnący popyt ze strefy euro, w szczególności z Niemiec, a relatywnie wysoka dynamika konsumpcji i inwestycji będzie podtrzymywać tempo wzrostu importu (Wykres 4.13). W ostatnim roku projekcji ta spadkowa tendencja ulegnie wyhamowaniu w ślad za oczekiwanym spowolnieniem popytu krajowego przy jednoczesnej nieznacznej poprawie aktywności gospodarczej w strefie euro.

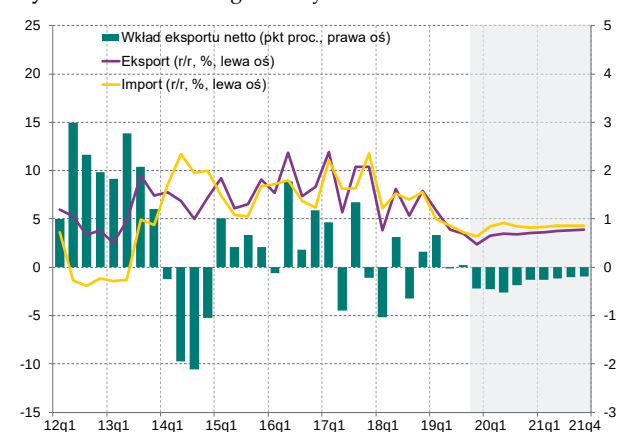
Pozostałe komponenty rachunku bieżącego - saldo dochodów pierwotnych i wtórnych - w całym horyzoncie prognozy będą kształtować się na ujemnym poziomie (Wykres 4.12), a głównym źródłem deficytu dochodów pozostaną dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w

Wykres 4.12 Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (% PKB) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Polsce. Towarzyszyć temu będzie utrzymująca się wysoka nadwyżka na rachunku kapitałowym, która średnio w latach 2019-2021 będzie przekraczać 2% PKB, co związane będzie z wysokim napływem funduszy unijnych rozliczanych w ramach perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.11).

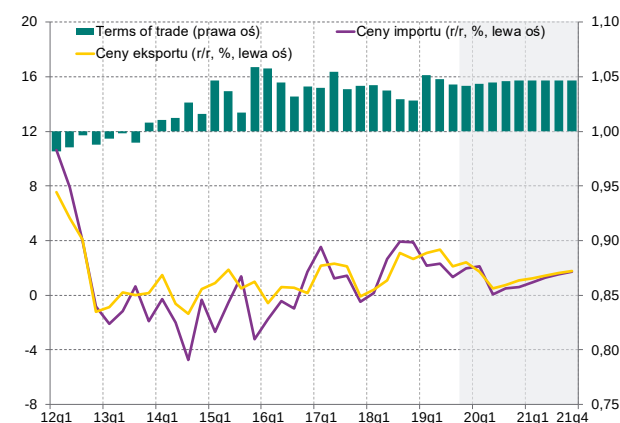
W ślad za prognozowanym spadkiem salda handlowego przy stabilnym poziomie deficytu dochodów oraz utrzymującą się wysoką nadwyżką na rachunku kapitałowym, łączne saldo rachunku obrotów bieżących i kapitałowych obniży się w horyzoncie projekcji, pozostając jednak na dodatnim poziomie (Wykres 4.12).

Produkt potencjalny

Tempo wzrostu produktu potencjalnego polskiej gospodarki w horyzoncie projekcji ukształtuje się na średnim poziomie 3,6%, na co złoży się spadek wkładu czynnika pracy przy rosnącym udziale kapitału (Wykres 4.15).

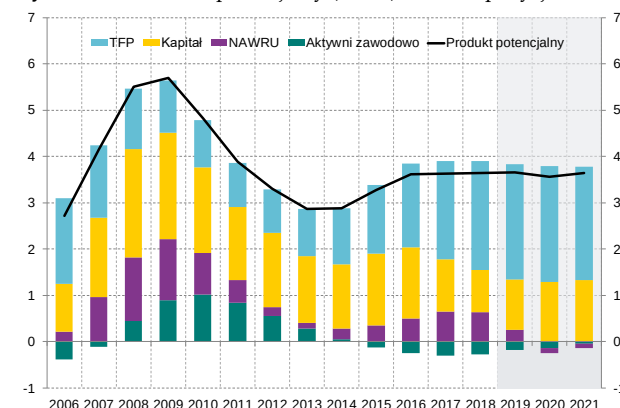
Pozytywnie na potencjał polskiej gospodarki w ostatnich latach oddziaływał napływ na krajowy rynek pracy imigrantów (w głównej mierze obywateli Ukrainy), stanowiących dodatkowy zasób siły roboczej⁵⁷. Jednocześnie następuje systematyczny wzrost ich produktywności przejawiający się między innymi wzrostem udziału zatrudnienia imigrantów w sektorach o wyższej wydajności. W horyzoncie projekcji, wraz z wyczerpywaniem się potencjału migracyjnego Ukrainy oraz przy możliwym odpływie imigrantów pracujących w Polsce do innych krajów UE, najprawdopodobniej wzrost ich liczby ulegnie wyhamowaniu.

Wykres 4.14 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.15 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Dynamika produktu potencjalnego określa tempo wzrostu gospodarczego nie powodujące narastania presji inflacyjnej. Może on pochodzić ze wzrostu podaży pracy, zasobu kapitału produkcyjnego lub wydajności czynników produkcji. W modelu NECMOD jest on wyznaczony przez funkcję produkcji Cobba-Douglasa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [L_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0,67} \cdot K_t^{1-0,67},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, L_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,67.

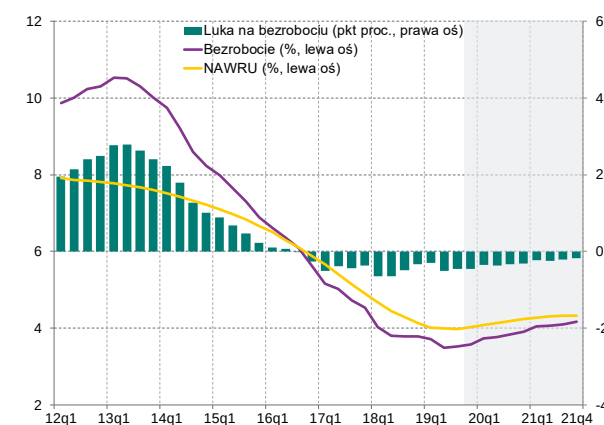
⁵⁷ Imigranci pozytywnie wpływają na krajowy produkt potencjalny, ale ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce, są oni jedynie w niewielkim stopniu uwzględniani w szeregach aktywnych zawodowo oraz pracujących według tej metodyki. W modelu NECMOD imigranci nie ujęci w ludności BAEL nie zwiększają zatem podaży pracy, ale oddziałują na produkt potencjalny poprzez pozytywny wpływ na łączną wydajność czynników produkcji (TFP). Obecność imigrantów na krajowym rynku pracy obniża przy tym stopę bezrobocia równowagi (NAWRU) ponieważ charakteryzują się oni niższymi oczekiwaniami płacowymi, które obniżają również presję na podwyżki wynagrodzeń wśród pracowników krajowych. Oznacza to, że poziom stopy bezrobocia, który nie prowadzi do nasilenia oczekiwań płacowych (NAWRU) jest z uwagi na napływ imigrantów niższy.

Korzystnie na produkt potencjalny wpływają również inne zmiany strukturalne zachodzące na rynku pracy skutkujące istotną poprawą dopasowania popytu i podaży krajowych pracowników (Wykres 4.16). Odzwierciedleniem tych tendencji jest między innymi silny spadek liczby osób długotrwale bezrobotnych. Wyrazem korzystnych zmian strukturalnych jest również systematyczny wzrost współczynnika aktywności osób w wieku przedemerytalnym (45-59/64 lat), który wciąż pozostaje jednak niższy niż w krajach Europy Zachodniej. Aktywizacja osób w tej grupie wiekowej w dużej części rekompensowała w ostatnich latach spadek liczebności ludności w wieku produkcyjnym (Wykres 4.19, Wykres 4.17). Jednocześnie wśród osób w wieku 45-59/64 lat rośnie odsetek pracowników z wyższym wykształceniem odzwierciedlając poprawiającą się jakość kapitału ludzkiego, która korzystnie oddziałuje na tempo wzrostu wydajności w gospodarce.

W horyzoncie projekcji oczekiwane jest utrzymanie tych pozytywnych zmian strukturalnych na rynku pracy, przy różnokierunkowym oddziaływaniu już wprowadzonych i planowanych dopiero zmian legislacyjnych. W szczególności w kierunku pogorszenia dopasowania popytu i podaży na rynku pracy może oddziaływać planowane podwyższenie o ponad 15% płacy minimalnej w 2020 i 2021 r., a więc w skali wyższej niż prognozowane tempo wzrostu wynagrodzeń w całej gospodarce. Wpływ tej zmiany będzie łagodzić jednocześnie zmniejszenie obciążeń podatkowych dochodów z pracy. Od 1 sierpnia br. osoby do ukończenia 26 roku życia zostały zwolnione z opodatkowania PIT (do granicy pierwszego progu podatkowego). Ponadto od 1 października br. obniżono stawkę PIT z 18 do 17 procent dla pozostałych podatników oraz podwyższono koszty uzyskania przychodu.

Kolejnym czynnikiem wpływającym korzystnie na dynamikę produktu potencjalnego jest

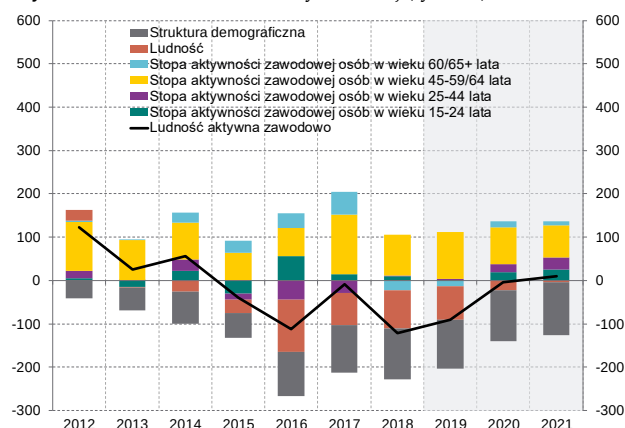
Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

NAWRU_t – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac.

Wykres 4.17 Zmiana zasobu siły roboczej (tys., r/r)



Źródło: obliczenia NBP.

Na wykresie zdekomponowano zmiany zasobu siły roboczej na wynikające ze zmian stop aktywności zawodowej w poszczególnych grupach wiekowych, struktury demograficznej oraz łącznej liczby ludności. Wpływ struktury demograficznej określa zmiany zasobu siły roboczej wynikające jedynie ze zmiany struktury wiekowej ludności przy niezmiennym łącznym zasobie ludności oraz stałych stopach aktywności zawodowej w poszczególnych grupach wiekowych.

zwiększanie się innowacyjności polskiej gospodarki i poprawa jej pozycji w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości dodanej (ang. *global value chains*), powiązana z długoletnim napływem bezpośrednich inwestycji oraz procesem realnej konwergencji. W horyzoncie projekcji kontynuacji tych pozytywnych trendów będzie sprzyjać rosnącą od 2018 r. stopa inwestycji zwiększająca tempo wzrostu kapitału produkcyjnego.

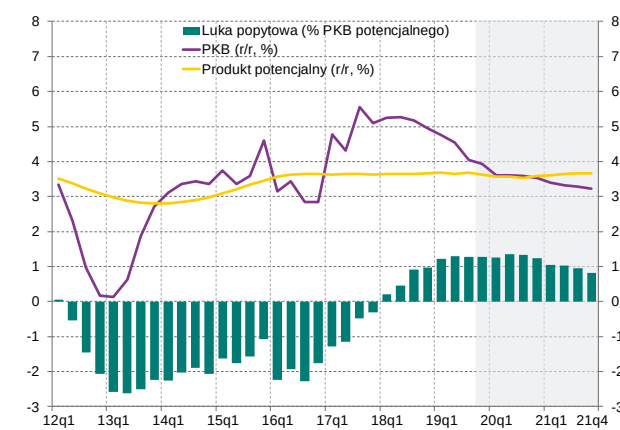
Luka popytowa

Spowalniający w horyzoncie projekcji wzrost gospodarczy nie będzie już w latach 2020-2021 przekraczał dynamiki produktu potencjalnego. W efekcie dodatnia obecnie luka popytowa, stanowiąca syntetyczną miarę presji popytowej, od III kw. 2020 r. zacznie się stopniowo domykać (Wykres 4.18). Tym samym w dłuższym horyzoncie projekcji presja popytowa i wynikająca z niej presja na wzrost cen ulegną osłabieniu.

Rynek pracy

W horyzoncie projekcji dynamika liczby pracujących według BAEL obniży się względem poprzednich lat i ukształtuje się na nieznacznie ujemnym poziomie. Do osłabienia silnego dotychczas popytu na pracę przyczyni się przede wszystkim spowolnienie gospodarcze w kraju. Taki scenariusz wspierają wyniki badań ankietowych przedsiębiorców, które wskazują na gorsze perspektywy wzrostu zatrudnienia przy równoczesnym zwiększeniu odsetka firm prognozujących redukcję liczby pracowników w perspektywie najbliższych 12 miesięcy.⁵⁸ Jednocześnie od początku bieżącego roku firmy coraz rzadziej zgłaszają braki kadrowe jako barierę rozwoju – udział przedsiębiorstw sygnalizujących ten problem jest najniższy od początku 2017 r.⁵⁹ Przewiduje się przy tym, że zapowiadany silny wzrost wynagrodzenia minimalnego przyczyni się

Wykres 4.18 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

⁵⁸ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019.

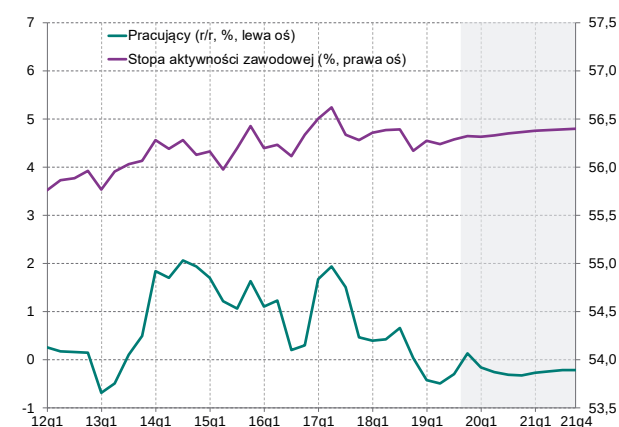
⁵⁹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019.

do redukcji zatrudnienia otrzymujących je osób jedynie w niewielkiej skali. W rezultacie słabnącego popytu na pracę przy relatywnie stabilnej stopie aktywności zawodowej w latach 2020-2021 nieznacznie wzrasta stopa bezrobocia, choć wciąż będzie się ona kształtować na bardzo niskim poziomie (Wykres 4.16, Wykres 4.20).

W horyzoncie projekcji utrzyma się umiarkowanie wysokie tempo wzrostu realnych wynagrodzeń przewyższające dynamikę wydajności pracy (Wykres 4.21). Dynamikę wynagrodzeń w latach 2020-2021 będzie podwyższać zapowiedziany silny wzrost płacy minimalnej, ale słabnący popyt na pracę ograniczy skalę podwyżek dla pozostałej grupy pracowników. Wyniki badań ankietowych przedsiębiorców wpisują się w ten scenariusz. Z jednej strony po raz kolejny spadł odsetek firm deklarujących podniesienie wynagrodzeń w najbliższym kwartale (IV kw. br.), zmniejszył się także udział przedsiębiorstw planujących podwyżki płac o znacznej skali. Z drugiej strony wzrósł odsetek przedsiębiorstw prognozujących podniesienie przeciętnej płacy w perspektywie najbliższych 12 miesięcy oraz wielkość planowanych podwyżek⁶⁰.

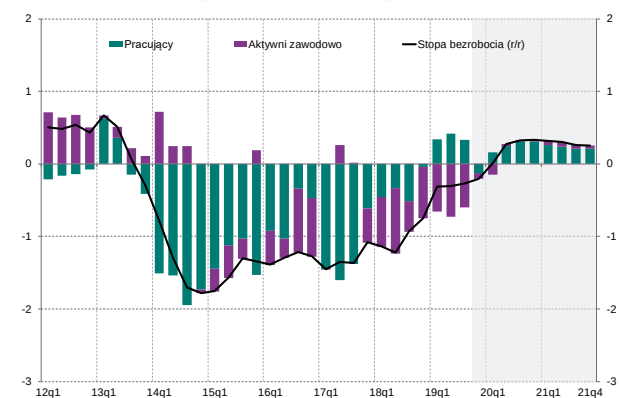
Presję płacową w horyzoncie projekcji będzie nadal łagodzić obecność imigrantów, głównie z Ukrainy⁶¹. Ich znaczenie dla rynku pracy rośnie wraz z obserwowanym wydłużaniem się przeciętnego czasu pobytu w naszym kraju oraz rosnącej obecności w kolejnych działach gospodarki. Jednocześnie można oceniać, że ryzyko wyjazdu znacznej liczby ukraińskich pracowników z Polski do Niemiec po częściowym otwarciu niemieckiego rynku pracy dla pracowników spoza UE od 2020 r. jest ograniczone. Warunki umożliwiające podjęcie zatrudnienia w tym kraju pozostaną bowiem dość restrykcyjne, a jednocześnie w ostatnich kwartałach nastąpiło wyraźne pogorszenie

Wykres 4.19 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁰ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019 r.

⁶¹ Jednocześnie w projekcji założono dalszy napływ do Polski imigrantów spoza Ukrainy.

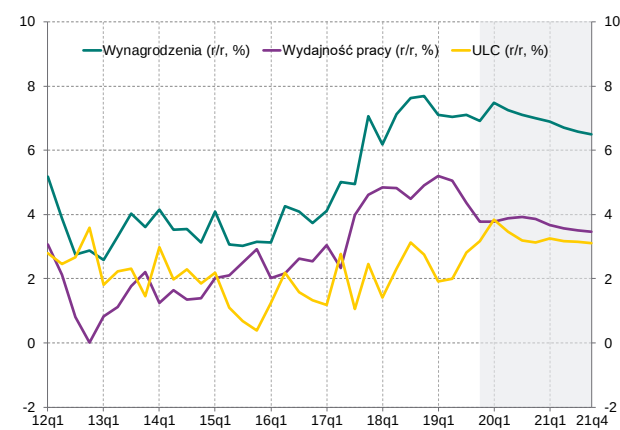
koniunktury w niemieckiej gospodarce, co może ograniczać popyt na pracę świadczoną przez imigrantów.

Koszty pracy w horyzoncie projekcji będzie zwiększać – poza wyraźnym wzrostem płacy minimalnej – również wprowadzenie Pracowniczych Planów Kapitałowych, ale oddziaływanie tego czynnika będzie relatywnie słabsze. Wzrost kosztów pracy znajdzie odzwierciedlenie w przyspieszeniu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w latach 2020-2021. Ze względu jednak na prognozowane spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce ograniczające popyt na pracę, a także obecność znacznej liczby imigrantów zarobkowych, skala tego przyspieszenia będzie relatywnie niewielka. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy jedynie nieznacznie będzie przekraczać poziom 3% r/r (Wykres 4.21).

Kurs walutowy

Kurs złotego pozostawał w ostatnim okresie relatywnie stabilny względem walut głównych partnerów handlowych Polski, kształtując się w dalszym ciągu poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych. W horyzoncie projekcji oczekuje się zatem, że realny efektywny kurs złotego będzie się umacniał, zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Scenariusz taki wspiera prognozowany korzystny obraz krajowej gospodarki – silny w porównaniu do głównych partnerów handlowych wzrost PKB, historycznie wysokie saldo obrotów bieżących i kapitałowych oraz dobra sytuacja finansów publicznych. W tym samym kierunku będzie oddziaływać wzrost dysparytetu stóp procentowych. Wynika on z przyjęcia w projekcji założenia o braku zmian stóp procentowych NBP przy jednoczesnym oczekiwanym spadku stóp procentowych w strefie euro, Stanach Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii.

Wykres 4.21 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

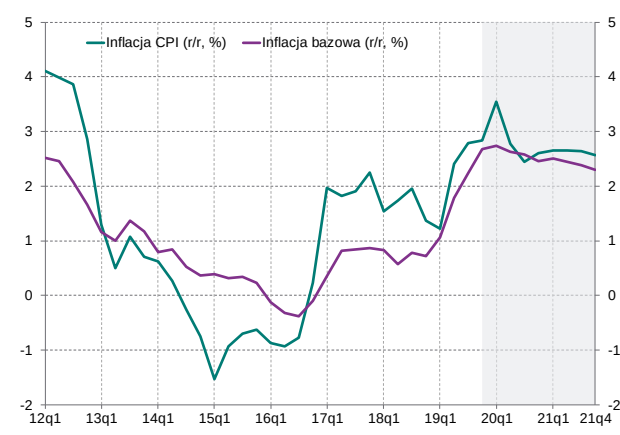
Jednostkowe koszty pracy określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie sumy wynagrodzeń w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących. Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców.

Inflacja CPI

W najbliższych miesiącach utrzyma się wzrost inflacji CPI, która maksymalny poziom osiągnie w I kw. 2020 r., a następnie obniży się, pozostając do końca 2021 r. w pobliżu 2,5% (Wykres 4.2, Wykres 4.22). W kierunku wyższej inflacji CPI, w szczególności inflacji bazowej, będzie oddziaływać podwyższona w horyzoncie projekcji dynamika kosztów pracy oraz utrzymująca się w najbliższych kwartałach relatywnie silna presja popytowa. Jednocześnie niekorzystne uwarunkowania podażowe zwiększają bieżący poziom cen żywności, a wraz z zakończeniem okresu zamrożenia cen energii elektrycznej od początku 2020 r. spodziewany jest także wzrost inflacji cen energii (Wykres 4.24). W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z obniżaniem się dynamiki PKB, presja popytowa podwyższająca obecnie inflację będzie stopniowo słabła. W konsekwencji, wraz z wygasaniem wpływu zaburzeń podażowych na ceny żywności, ścieżka inflacji obniży się (Wykres 4.23). Poziom inflacji CPI w całym horyzoncie projekcji będzie przy tym ograniczać niski wzrost cen u głównych partnerów handlowych Polski (Wykres 4.5).

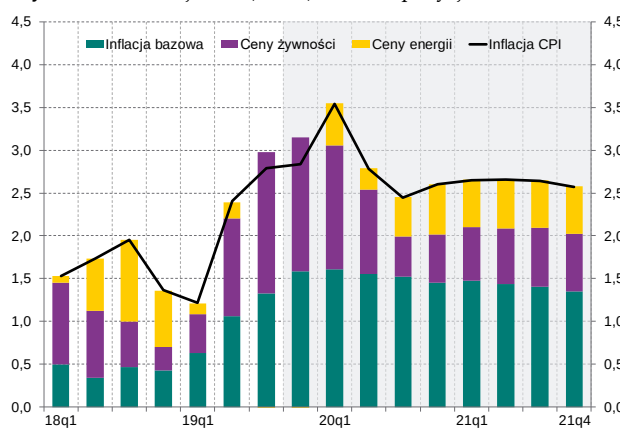
Relatywnie wysoka ścieżka cen żywności w najbliższych kwartałach wynika w dużej mierze z wysokiej dynamiki cen warzyw i owoców spowodowanej ubiegłorocznymi i tegorocznymi niskimi zbiorami na skutek suszy rolniczej. Podwyższonym cenom owoców i warzyw będzie towarzyszyć dalszy wzrost cen mięsa wieprzowego oraz wędlin. Wzrost ten spowodowany jest wysokim popytem importowym Chin na mięso, wynikającym z panującej tam epidemii ASF, przy jednoczesnym spadku pogłowia trzody chlewnej w UE, w tym w Polsce. Wraz z przyjętym w projekcji założeniem o normalizacji warunków pogodowych w przyszłym sezonie gospodarczym oraz stopniowej stabilizacji sytuacji na rynku mięsa dynamika cen żywności w dalszym horyzoncie obniży się.

Wykres 4.22 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja CPI do końca 2019 r. pozostanie pod wpływem niższych cen energii w wyniku spadku cen surowców energetycznych na rynkach światowych, przede wszystkim ropy naftowej, oraz ustawowego zamrożenia cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych – w tym gospodarstw domowych (Wykres 4.24). W latach 2020-2021 ceny energii, zgodnie z mechanizmami modelowymi, przyspieszają odzwierciedlając rozłożony w czasie efekt wyższych kosztów produkcji energii elektrycznej i wzrostu jej notowań na rynkach hurtowych (przy utrzymaniu obniżonej akcyzy i opłaty przejęciowej).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

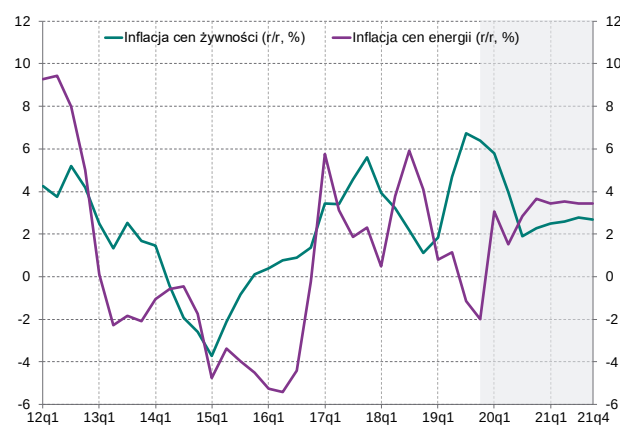
Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji lipcowej przyczyniły się do obniżenia prognozowanej ścieżki tempa wzrostu PKB. Nowe informacje podwyższyły natomiast prognozę inflacji na bieżący rok, przy zbliżonym do neutralnego wpływie na oczekiwany wzrost cen w latach 2020-2021 (Tabela 4.2, Wykres 4.25, Wykres 4.27).

PKB

W porównaniu z poprzednią projekcją, wobec materializacji niektórych wskazywanych w niej ryzyk, pogorszyły się perspektywy wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki (por. *Otoczenie polskiej gospodarki*). Wpłynęło to zarówno na prawdopodobny niższy odczyt PKB w III kw. br., jak również na obniżenie prognozy krajowej aktywności gospodarczej w dalszym horyzoncie projekcji – w porównaniu do oczekiwań formułowanych w poprzedniej rundzie progностycznej.

Niższy popyt zagraniczny oraz podwyższona niepewność odnośnie do perspektyw handlu zagranicznego w największym stopniu przełożyły się na bieżącą i prognozowaną aktywność ekonomiczną przedsiębiorstw. W ostatnich

Wykres 4.24 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4.2 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2019	2020	2021
PKB (r/r, %)			
XI 2019	4,3	3,6	3,3
VII 2019	4,5	4,0	3,5
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2019	2,3	2,8	2,6
VII 2019	2,0	2,9	2,6

Źródło: obliczenia NBP.

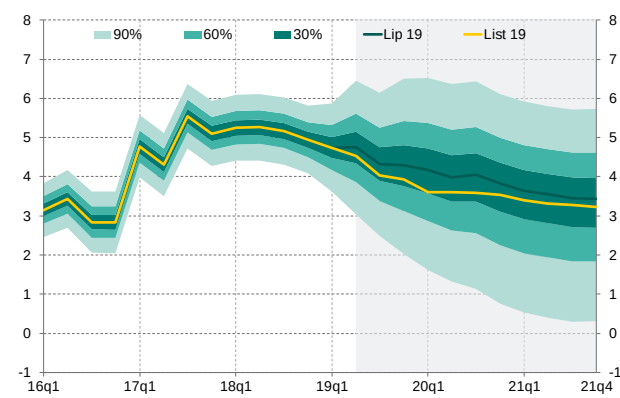
miesiącach nastąpiło pogorszenie nastrojów firm sektora przemysłowego – w tym w działach zorientowanych na działalność eksportową – i budowlanego, odzwierciedlone m.in. w niższej produkcji tych sektorów. W bieżącej projekcji oczekuje się zatem zarówno niższej dynamiki inwestycji prywatnych, jak i wolniejszego wzrostu eksportu dóbr i usług. Wyższy od wcześniejszych oczekiwań wkład eksportu netto w bieżącym roku wynika przy tym z niższego niż zakładano wzrostu importu w II kw. br., będącego konsekwencją spowolnienia wzrostu popytu krajowego.

Dynamika spożycia gospodarstw domowych w II kw. br. ukształtowała się poniżej założeń projekcji lipcowej, przy wolniejszym od oczekiwań wzroście liczby pracujących i płac w ujęciu realnym. W horyzoncie projekcji oczekuje się jednak, że wzrost konsumpcji prywatnej będzie nieco wyższy od wyników poprzedniej rundy prognostycznej. Sprzyjać temu będzie wprowadzany i planowany pakiet działań legislacyjnych obejmujący w latach 2020-2021 wypłaty trzynastej emerytury i podwyżki płacy minimalnej oraz wcześniejsza od oczekiwań redukcja stawki PIT z 18 do 17%. Oddziałuje on pozytywnie na dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, zwłaszcza mniej zamożnych, charakteryzujących się większą skłonnością do konsumpcji. Z drugiej strony podwyżki płacy minimalnej mogą negatywnie wpływać na konkurencyjność przedsiębiorstw podwyższając ich koszty działalności. Ujemne efekty podażowe tej zmiany będą tym samym ograniczać pozytywny wpływ na PKB zwiększonego popytu ze strony gospodarstw domowych.

Inflacja

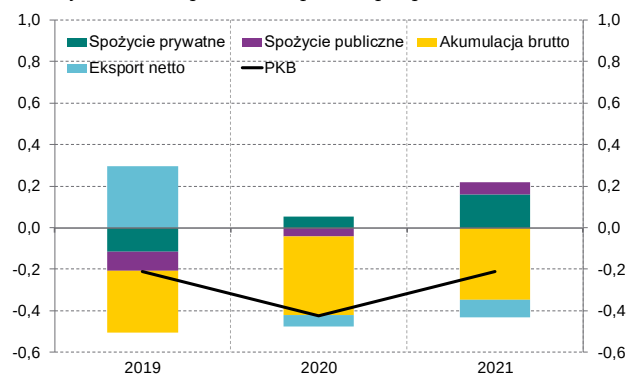
Zgodnie z projekcją listopadową w bieżącym roku inflacja CPI ukształtuje się najprawdopodobniej powyższej oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej (Wykres 4.28). Odpowiadać

Wykres 4.25 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

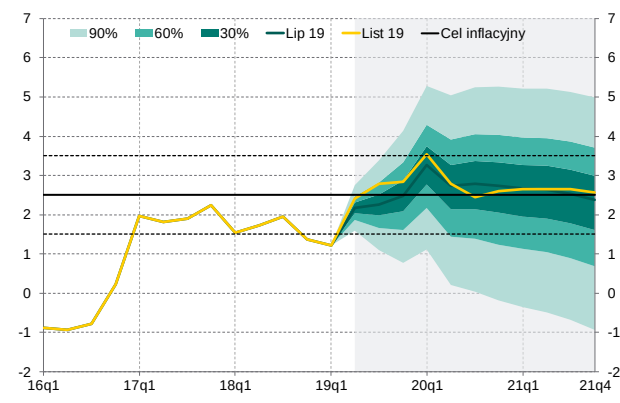
będzie za to w największym stopniu wyższy od wcześniejszych założeń wzrost cen żywności nieprzetworzonej, w szczególności warzyw i owoców, na skutek wysoce niekorzystnych warunków meteorologicznych dla uprawy i przechowywania tych produktów. Tempo wzrostu cen konsumenta w bieżącym roku zwiększa także wyższy od oczekiwań z poprzedniej projekcji poziom inflacji bazowej. Jest on związany z wyraźniejszym wzrostem tej kategorii cen w II i III kw. głównie na skutek wyższej dynamiki cen usług, na którą wpływają rosnące koszty pracy. Dynamika cen usług podwyższana była także przez silny wzrost cen usług mieszkaniowych odzwierciedlający wprowadzanie nowych, wyższych cenników za wywóz śmieci przez gminy.

W dalszym horyzoncie prognozy, przy różnokierunkowym wpływie czynników, które zaistniały od zamknięcia projekcji lipcowej na poszczególne komponenty indeksu cen konsumenta, inflacja CPI zbliży się do oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej.

Z jednej strony inflację w latach 2020-2021 podwyższać będzie szybszy wzrost cen komponentów bazowych koszyka CPI. Wyższy wzrost inflacji bazowej wynika w największym stopniu ze wzrostu presji kosztowej w gospodarce, co jest związane z zapowiedzianymi podwyżkami płacy minimalnej. Powyższe uwarunkowania są odzwierciedlone w wyższej, niż oczekiwano w poprzedniej projekcji, dynamice jednostkowych kosztów pracy. Wpływ zwiększonej presji kosztowej na tempo wzrostu inflacji bazowej jest częściowo ograniczany przez niższą presję popytową w gospodarce ze względu na niższą niż oczekiwano w projekcji lipcowej dynamikę PKB w najbliższych latach.

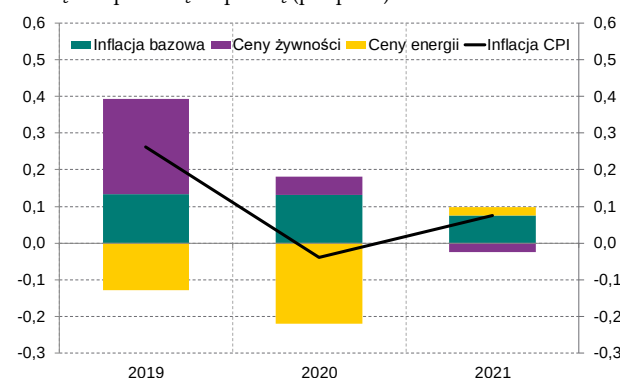
W 2020 r. tempo wzrostu cen konsumenta zwiększa także wyższa niż wskazywała poprzednia projekcja dynamika krajowych cen żywności. Jest ona pochodną kształtowania się

Wykres 4.27 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.28 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

notowań kontraktów terminowych wskazujących na możliwość szybszego od wcześniejszych szacunków wzrostu cen wieprzowiny w najbliższych latach. Wzrost ten wynika z wolniejszego niż pierwotnie zakładano przebiegu odbudowy pogłowia stada świń w Chinach po jego silnej redukcji w następstwie wystąpienia epidemii ASF.

Z drugiej strony, w porównaniu z poprzednią projekcją, dynamikę inflacji CPI w 2020 r. obniża wolniejsze tempo wzrostu krajowych cen energii. Jest ono powiązane z niższym poziomem cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejszym źródłem ryzyka zarówno dla aktywności gospodarczej jak i inflacji w Polsce pozostaje koniunktura globalna. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB, a w mniejszym stopniu – także inflacji CPI, wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchył od celu inflacyjnego NBP (określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. w średnim okresie) stopniowo obniża się do około 45% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3).

Pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej

Ryzyko ukształtowania się tempa wzrostu PKB w Polsce poniżej centralnej ścieżki projekcji wynika głównie z możliwego osłabienia

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
19q4	0,00	0,19	0,96	0,50	0,96
20q1	0,01	0,11	0,48	0,50	0,47
20q2	0,14	0,41	0,73	0,50	0,60
20q3	0,25	0,52	0,78	0,51	0,53
20q4	0,25	0,49	0,73	0,51	0,49
21q1	0,25	0,48	0,72	0,52	0,47
21q2	0,26	0,49	0,72	0,52	0,46
21q3	0,27	0,50	0,73	0,53	0,46
21q4	0,30	0,52	0,75	0,54	0,45

Źródło: obliczenia NBP.

koniunktury w gospodarce światowej. Taki scenariusz związany jest w największym stopniu z dalszą eskalacją sporów handlowych oraz z głębszym spowolnieniem w krajach rozwiniętych. Istotnym czynnikiem ryzyka pozostaje też wyjście Wielkiej Brytanii z Unii

Europejskiej bez porozumienia określającego nowe warunki współpracy gospodarczej (*no-deal Brexit*).

W sierpniu br. doszło do kolejnego etapu eskalacji konfliktu handlowego między Stanami Zjednoczonymi i Chinami. Po ogłoszeniu przez Chiny wprowadzenia nowych cel na amerykańskie towary o wartości 75 mld USD (soja, ropa naftowa, a także samochody i części do nich), administracja amerykańska objęła taryfami kolejne partie towarów importowanych z Chin, a także podniosła dotychczas obowiązujące cła na wybrane chińskie produkty. Ostatnia nieobjęta dotąd karnymi taryfami partia dóbr importowanych z Chin o wartości ok. 150 mld USD zostanie ocłona 15 grudnia br. W rezultacie zmaterializowała się część ryzyk wskazywanych w poprzedniej rundzie progностycznej. Ponadto, w połowie października br. Stany Zjednoczone wprowadziły cła na import samolotów oraz wybrane produkty przemysłowe i rolne z Unii Europejskiej (głównie z Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec i Hiszpanii, łączna wartość dóbr 7,5 mld USD). Amerykańska administracja nałożyła nowe taryfy w ramach odwetu za pomoc finansową dla firmy Airbus, po tym jak Międzynarodowa Organizacja Handlu (WHO) uznała unijne subwencje dla Airbusa za nielegalne.

W świetle powyższych wydarzeń utrzymuje się ryzyko dalszego zaostrzenia konfliktów handlowych, co mogłoby skutkować problemami w globalnych łańcuchach dostaw, a przez to ograniczeniem handlu światowego i zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych. Spadek eksportu, pogorszenie nastrojów i rosnąca niepewność odnośnie do warunków przyszłej działalności gospodarczej prowadziłyby do obniżenia dynamiki PKB w krajach dotkniętych sporami.

Szczególnie negatywnie na koniunkturę w Europie wpłynęłoby zapowiadane przez Stany Zjednoczone w maju br. nałożenie dodatkowych opłat celnych na importowane z Unii Europejskiej samochody i części do nich o łącznej wartości ponad 200 mld USD. Strona amerykańska ostateczną decyzję w tej sprawie odroczyła do listopada br. Wzrost cel na samochody osobowe pogorszyłby sytuację w sektorze motoryzacyjnym strefy euro. Wyższe taryfy dotknęłyby w największym stopniu gospodarkę niemiecką, w której eksport samochodów i części do nich stanowił w I połowie br. ok. 16,5%⁶² łącznej wartości dóbr sprzedawanych do innych krajów.

Istotnym czynnikiem ryzyka jest też możliwe silniejsze przełożenie się niekorzystnej koniunktury w przemyśle amerykańskim i niemieckim na pozostałe sektory tych gospodarek. We wrześniu br. wskaźnik ISM dla amerykańskiego przetwórstwa przemysłowego drugi miesiąc z rzędu kształtował się poniżej poziomu 50 pkt., wskazując tym samym na możliwość wejścia tego sektora w spadkową fazę aktywności gospodarczej. Jednocześnie odczyty wskaźnika PMI w przetwórstwie niemieckim utrzymują się na niskim poziomie od początku br. sygnalizując tendencje recesyjne w tym sektorze. Mocniejsze przełożenie się wywołanych eskalacją konfliktów handlowych słabych wyników w przemyśle na usługi mogłoby prowadzić do silniejszego niż przyjęto w scenariuszu bazowym projekcji osłabienia koniunktury w Niemczech i Stanach Zjednoczonych.

W Stanach Zjednoczonych ryzyko niższego wzrostu związane jest dodatkowo z możliwym głębszym spadkiem cen akcji na giełdach amerykańskich. Biorąc pod uwagę wysoki udział aktywów finansowych w majątku gospodarstw domowych oraz rosnącą skalę emisji ryzykownych instrumentów dłużnych w sektorze korporacyjnym, prowadziłoby to do ograniczenia

⁶² Eurostat, SITC

konsumpcji i inwestycji prywatnych poprzez pogorszenie nastrojów i efekt majątkowy.

Kolejnym negatywnym ryzykiem dla aktywności gospodarczej w otoczeniu Polski jest wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej bez porozumienia określającego nowe warunki współpracy gospodarczej (ang. *no-deal Brexit*). Zarówno Wielka Brytania, jak i Unia Europejska podjęły szereg kroków mających ograniczyć negatywne skutki gospodarcze takiego scenariusza. Część z nich dotyczy taryf celnych – jak planowane w razie bezumownego wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii jednostronne przejściowe obniżenie celi do zera na ok. 88% brytyjskiego importu. Ponadto brytyjska administracja pracuje nad umożliwieniem kontynuacji umów handlowych z krajami spoza Unii na warunkach jak najbliższych tym, które obowiązują obecnie Wielką Brytanię jako członka UE. Zawarte dotąd tego typu umowy obejmują ok. 8% brytyjskiej wymiany handlowej. Tymczasowe regulacje miałyby też obowiązywać w usługach finansowych, transportowych i lotniczych. Pomimo powyższych rozwiązań, wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej bez porozumienia prowadziłoby do wzrostu niepewności, gwałtownej zmiany zasad prowadzenia działalności w wielu obszarach gospodarki i w rezultacie spowolnienia dynamiki PKB, zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i – w mniejszym stopniu – w krajach Unii.

Poprawa globalnej koniunktury

Z drugiej strony możliwa jest materializacja ryzyk prowadzących do szybszego – niż założono w scenariuszu centralnym – wzrostu PKB w otoczeniu polskiej gospodarki. Realizacja tego scenariusza wiązałaby się ze złagodzeniem sporów handlowych, obejmującym obniżenie przez skonfliktowane strony obowiązujących celi i wycofanie się z planów wprowadzenia kolejnych, co doprowadziłoby do spadku niepewności, poprawy nastrojów konsumentów i

przedsiębiorców. Również przy braku dalszej eskalacji napięć handlowych i stopniowej odbudowie handlu światowego, ożywienie koniunktury globalnej mogłoby następować szybciej niż założono w scenariuszu centralnym projekcji. Ożywienie to byłoby uwarunkowane zmniejszeniem negatywnego wpływu dotychczasowych konfliktów handlowych na kondycję sektora przemysłowego w Europie, Stanach Zjednoczonych i Chinach. Przy tych założeniach szybciej wygasłaby również negatywne efekty napięć w handlu światowym na pozostałe obszary tych gospodarek, w tym sektor usług.

Zapowiadana na nadchodzące lata bardziej ekspansywna polityka fiskalna w części krajów europejskich również może korzystnie wpłynąć na aktywność gospodarczą w tych państwach, podnosząc dynamikę PKB w otoczeniu gospodarczym Polski powyżej założeń przyjętych w projekcji. We Francji trwają prace nad obniżką podatku dochodowego od osób fizycznych oraz wsparciem mieszkalnictwa. Jednocześnie negocjowane są reformy strukturalne, które miałyby objąć system emerytalny oraz regulacje dotyczące francuskiego rynku pracy. W Wielkiej Brytanii zapowiedziano wzrost wydatków budżetowych w 2020 r. Powyższe plany dotyczące polityki fiskalnej nie zostały uwzględnione w scenariuszu bazowym i stanowią czynniki ryzyka wyższego wzrostu w najbliższym otoczeniu gospodarczym Polski.

Ryzyko lepszej niż przyjęto w projekcji listopadowej koniunktury za granicą wiąże się też z możliwym silniejszym niż założono pozytywnym wpływem łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed i EBC.

Korzystniejsza koniunktura za granicą sprzyjałaby przyspieszeniu krajowego tempa wzrostu gospodarczego i wyższej ścieżce inflacji w porównaniu do scenariusza centralnego projekcji.

Ceny surowców energetycznych oraz wpływ uwarunkowań sektora energetycznego na inflację w Polsce

Istotnym źródłem ryzyka dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają zmiany cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych na rynkach światowych oraz ceny kontraktowe gazu ziemnego importowanego z Rosji. Utrzymuje się również niepewność dotycząca ścieżki cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych w Polsce w latach 2020-2021.

Niepewność dotycząca ścieżki cen surowców energetycznych w horyzoncie projekcji związana jest zarówno z czynnikami podażowymi, jak i popytowymi. Do wzrostu cen ropy naftowej względem założeń scenariusza bazowego projekcji mogłyby się przyczynić czynniki geopolityczne, przede wszystkim eskalacja konfliktów na Bliskim Wschodzie. Konsekwencją napiętej sytuacji w tym regionie był wrześniowy atak jemeńskiego ruchu rebelianckiego Huti na instalacje przetwarzania ropy naftowej w Arabii Saudyjskiej, który tymczasowo ograniczył światową produkcję tego surowca o ok. 5%. Ze względu na relatywnie wysokie koszty wydobywania i transportu ze złóż łupkowych, w stosunku do aktualnej ceny ropy naftowej, niepewnością obarczony jest też dalszy wzrost jej podaży w Stanach Zjednoczonych. Dodatkowe ryzyko wiąże się z polityką podażową krajów zrzeszonych w organizacji OPEC. Jednocześnie ważnym obszarem niepewności dla ścieżki cen ropy naftowej pozostaje kształtowanie się popytu na surowce energetyczne uzależnione w dużym stopniu od koniunktury globalnej. Ewentualne dalsze zaostrzenie konfliktów handlowych, prowadzące do niższego wzrostu gospodarczego na świecie mogłoby ograniczyć ceny surowców poniżej założeń przyjętych w scenariuszu centralnym projekcji.

Niepewność wiąże się też z założoną w projekcji listopadowej ścieżką cen energii w Polsce. W scenariuszu bazowym przyjęto, że zapisy uchwalonej w grudniu 2018 r. ustawy, zamrażające ceny energii elektrycznej w 2019 r. dla odbiorców końcowych, nie zostaną przedłużone. W rezultacie w latach 2020-2021 prognozowany jest wzrost taryf na sprzedaż energii elektrycznej jako towaru. Założono przy tym, że wpływ zwiększonych kosztów produkcji energii elektrycznej na poziom cen dla odbiorców końcowych będzie rozłożony w czasie. Ewentualne zmiany w regulacjach prawnych ograniczające podwyżki taryf skutkowałyby niższą niż założono ścieżką cen energii elektrycznej. Z drugiej strony wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz uprawnień do emisji CO₂ mógłby skłonić Urząd Regulacji Energetyki do zatwierdzenia w procesie taryfikacji cen wyższych niż przyjęto w scenariuszu bazowym.

Czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku obniżenia ścieżki cen energii w bieżącej projekcji jest możliwe zakończenie w 2019 r. rozpoczętych prawie 5 lat wcześniej negocjacji pomiędzy PGNiG a Gazpromem dotyczących obniżenia kontraktowych cen gazu ziemnego. Poprzednia runda negocjacji zakończyła się w 2012 r. istotną obniżką tych cen. Obecnie również oczekuje się, że wskutek rozstrzygnięcia arbitrażu prowadzonego przed Trybunałem Arbitrażowym w Sztokholmie, ceny importowanego gazu ziemnego do Polski w horyzoncie projekcji obniżą się. Jednak ze względu na brak sztywnych ram czasowych, w których arbitraż miałby zostać rozstrzygnięty, termin ten – jak również skala ewentualnego spadku cen – pozostaje trudny do określenia.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2017	2018	2019	2020	2021
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,0	1,6	2,3	2,8	2,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	0,7	0,7	1,9	2,6	2,4
Ceny żywności (% r/r)	4,2	2,6	4,9	3,5	2,6
Ceny energii (% r/r)	3,2	3,6	-0,3	2,8	3,5
PKB (% r/r)	4,9	5,1	4,3	3,6	3,3
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	5,5	4,4	4,0	3,6
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	4,5	4,5	4,2	4,5	4,1
Spożycie publiczne (% r/r)	2,9	4,7	5,1	4,2	3,7
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	4,0	8,7	7,1	4,0	1,9
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,3	-0,2	0,0	-0,4	-0,2
Eksport (% r/r)	9,5	6,3	4,2	3,4	3,8
Import (% r/r)	9,8	7,1	4,3	4,3	4,3
Wynagrodzenia (% r/r)	5,3	7,2	7,1	7,2	6,7
Pracujący (% r/r)	1,4	0,4	-0,2	-0,3	-0,2
Stopa bezrobocia (%)	4,9	3,8	3,6	3,8	4,1
NAWRU (%)	5,3	4,4	4,0	4,2	4,3
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,4	56,3	56,3	56,3	56,4
Wydajność pracy (% r/r)	3,5	4,8	4,6	3,9	3,6
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,9	2,4	2,6	3,4	3,2
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,7	3,7	3,6	3,6
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,8	0,6	1,3	1,3	1,0
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,90	0,86	0,91	0,95	0,97
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,62	0,77	0,58	0,58	0,59
Inflacja za granicą (% r/r)	1,1	1,5	1,8	1,9	1,7
PKB za granicą (% r/r)	2,6	1,9	1,2	1,1	1,3
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,3	1,1	1,5	1,6	1,2
WIBOR 3M (%)	1,73	1,71	1,72	1,72	1,72

Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o notowania cen kontraktów terminowych *futures* na pszenicę, wieprzowinę, odtłuszczone mleko w proszku, masło, cukier, kakao, kawę, zamrożony sok pomarańczowy, ziemniaki oraz rzepak, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie połowa maja – wrzesień 2019 r.

■ Data: 24 maja 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 24 maja 2019 r. w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2018 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: E. Gatnar
Ł. J. Hardt
E. J. Osiatyński
K. Zubelewicz

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 4 czerwca 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/DRF/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 4 czerwca 2019 r. w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdania finansowe Narodowego Banku Polskiego za lata 2019 i 2020.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
E. M. Łon
R. Sura
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

Przeciw:

J.J.Kropiwnicki oraz E.J.Osiatyński byli nieobecni.

■ Data: 3 lipca 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p. b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar

K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

J. Żyżyński

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 10 września 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 10 września 2019 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2020.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

J. Żyżyński

Przeciw: K. Zubelewicz

J.J.Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 11 września 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p. b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

Przeciw: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
E. J. Osiatyński
R. Sura
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

www.nbp.pl

